

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH
TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT RATIO*
PADA INDUSTRI MANUFAKTUR DI BEJ
(STUDI PADA TAHUN 1998-2000)**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

**Disusun Oleh :
JUNI HARJONO
C4A000051**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2002**



Sertifikasi

Saya, *Juni Harjono*, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Juni Harjono
Oktober 2002

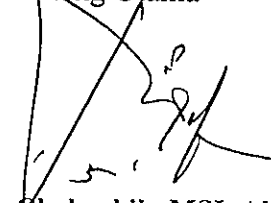
PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH
TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT RATIO*
PADA INDUSTRI MANUFAKTUR DI BEJ
(STUDI PADA TAHUN 1998-2000)**

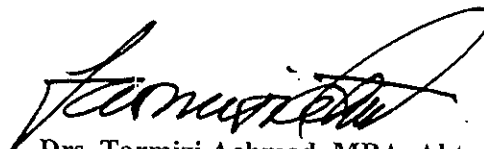
yang disusun oleh **Juni Harjono** , NIM C4A 000051
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 11 Oktober 2002
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama



Dr. HM. Chabachib, MSI, Akt.

Pembimbing Anggota



Drs. Tarmizi Achmad, MBA, Akt

Semarang, November 2002

Universitas Diponegoro

Program Pascasarjana

Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze factors affected by dividend payout ratio in industry of manufacturing sector at Jakarta Stock Exchange. Linear regression is used to test the six variables simultaneously consisting of cash position, debt to equity ratio, insider ownership, company growth, firm size and profitability in which they are thought to put an impact on the dividend payout ratio.

This research is compiled as a result of empirical study at the Jakarta Stock Exchange (JSX), investigating the determinant factors of dividend payout ratio in Manufacturing sectors listed at Jakarta Stock Exchange for the period 1998 to 2000. Samples used in this research consist of 32 companies..

The analysis result shows that not all of the tested variables above had significant influences on the dividend payout ratio and that it was found in the regression result that the cash position, debt to equity ratio, growth potential, firm size, and profitability significantly affect the dividend payout ratio. Insider ownership attributes negatively affect the dividend payout ratio but there estimated coefficient is not significant.

Keywords : Dividend policy, Jakarta Stock Exchange, Manufacturing sectors

ABSTRAKSI

Studi ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* pada industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Analisis regresi linier berganda digunakan untuk menguji enam variabel secara simultan yang terdiri dari : posisi kas, perbandingan antara kewajiban dengan modal, persentase kepemilikan saham oleh *insider*, tingkat pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan keuntungan perusahaan yang diduga berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian ini merupakan studi empirik di Bursa Efek Jakarta (BEJ), yang meneliti tentang faktor-faktor penting yang berpengaruh pada *dividend payout ratio* pada perusahaan dari sektor industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama periode 1998 – 2000. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 32 perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak semua faktor-faktor yang diteliti berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Dari hasil analisa regresi linier berganda ditemukan bahwa posisi kas, rasio antara hutang dan modal, potensi pertumbuhan, ukuran perusahaan, dan tingkat keuntungan berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Variabel kepemilikan oleh *insider* berpengaruh negatif pada rasio pembayaran dividen tetapi koefisien estimasinya tidak signifikan.

Kata-kata kunci : Kebijakan dividen, Bursa Efek Jakarta, Sektor industri manufaktur

KATA PENGANTAR

Dengan mengucapkan syukur Alhamdulillah dan berkat rahmat Allah Yang Maha Kuasa, peneliti telah berhasil menyelesaikan tesis yang berjudul "Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap *Dividend Payout Ratio* pada Industri Manufaktur di BEJ (Studi pada Tahun 1998-2000)". Tesis ini merupakan laporan dan hasil penelitian yang peneliti lakukan untuk memenuhi sebagian persyaratan guna mencapai derajat sarjana S-2 di Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Penelitian tesis ini tidak dapat terselesaikan tanpa bantuan dari banyak pihak. Pada kesempatan ini secara khusus peneliti ingin mengucapkan terima kasih dan penghargaan yang tulus kepada:

1. Pengelola Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan kesempatan kepada peneliti untuk melanjutkan studi di Program Magister Manajemen di Universitas Diponegoro.
2. Dr.HM. Chabachib, MSI., Akt. sebagai pembimbing utama yang telah meluangkan waktu, memberikan bimbingan, pengarahan dan dorongan serta semangat dalam menyelesaikan tesis ini.
3. Drs. Tarmizi Achmad, MBA, Akt. sebagai pembimbing anggota yang telah meluangkan waktu, memberikan bimbingan, pengarahan serta semangat dalam menyelesaikan tesis ini.
4. Seluruh staf pengajar Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan tambahan ilmu pengetahuan dan pendidikan yang baik bagi peneliti.

5. Yang tercinta istriku Nani dan anakku Rahma serta saudara-saudaraku yang telah banyak memberikan dorongan, dukungan, dan semangat serta doa yang tiada henti-hentinya sampai peneliti berhasil menyelesaikan tesis ini.
6. Rekan-rekan seperjuangan di Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro; Denny, Sem, Reza, Fusia, Ika, Faisal, Nelson dan rekan-rekan lain dari Magister Manajemen Angkatan XIII sore, terima kasih atas dorongan semangat yang kalian berikan.
7. Rekan-rekan di PT.Yuasa Agro yang telah memotivasi dan memberi pengertian yang tulus sehingga peneliti berhasil menyelesaikan tesis ini.
8. Semua pihak yang tidak dapat peneliti sebutkan satu per satu yang telah banyak membantu peneliti dalam menyelesaikan tesis ini.

Peneliti menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karenanya kritik dan saran yang membangun peneliti butuhkan. Akhir kata, semoga tesis ini bermanfaat.

Semarang, Oktober 2002

Juni Harjono

DAFTAR ISI

| | |
|---|-----------|
| Halaman Judul..... | i |
| Sertifikasi..... | ii |
| Halaman Pengesahan..... | iii |
| Abstract..... | iv |
| Abstraksi..... | v |
| Kata Pengantar..... | vi |
| Daftar Isi..... | viii |
| Daftar Tabel..... | xi |
| Daftar Gambar..... | xii |
| Daftar Lampiran..... | xiii |
| I. PENDAHULUAN | 1 |
| 1.1 Latar Belakang Masalah..... | 1 |
| 1.2 Perumusan Masalah..... | 8 |
| 1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian..... | 9 |
| II. TELAAH PUSTAKA dan KERANGKA PEMIKIRAN..... | 11 |
| 2.1 Telaah Pustaka | 11 |
| 2.1.1 Pengertian dan Teori Kebijakan <i>Dividend</i> | 11 |
| 2.1.2 Hubungan antara <i>Dividend Payment</i> dan <i>Agency Cost</i> | 15 |
| 2.1.3 Prosedur Pembayaran Dividen..... | 16 |
| 2.1.4 Pola Pembayaran Dividen..... | 18 |
| 2.1.5 Faktor-faktor yang Berpengaruh pada <i>Dividend Payout Ratio</i> | 20 |

| | |
|--|-----------|
| 2.1.5 Tinjauan Penelitian Terdahulu..... | 27 |
| 2.2 Kerangka Pemikiran | 36 |
| 2.3 Hipotesis | 41 |
| III. METODE PENELITIAN..... | 42 |
| 3.1 Populasi dan Sampel Penelitian..... | 43 |
| 3.2 Jenis dan Sumber Data..... | 43 |
| 3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel | 43 |
| 3.4 Teknik Analisis Data... .. | 46 |
| 3.5 Perumusan Model..... | 47 |
| 3.6 Pengujian Asumsi Klasik..... | 48 |
| 3.6.1 Uji Multikolinearitas..... | 48 |
| 3.6.2 Uji Autokorelasi..... | 50 |
| 3.6.3 Uji Heterokedastisitas..... | 50 |
| 3.7 Pengujian Hipotesis..... | 51 |
| 3.7.1 Uji -t..... | 51 |
| 3.7.2 Uji -F..... | 52 |
| IV. ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN..... | 54 |
| 4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian..... | 54 |
| 4.1.1 Aset Perusahaan..... | 54 |
| 4.1.2 Rincian Jenis Usaha Perusahaan..... | 55 |
| 4.1.3 Deskriptif Statistik Variabel Penelitian..... | 56 |
| 4.2 Proses dan Hasil Analisis..... | 58 |
| 4.2.1 Pengujian Asumsi Klasik | 58 |

| | |
|---|-----------|
| 4.2.1.1 Uji Normalitas..... | 58 |
| 4.2.1.2 Uji Multikolinearitas..... | 60 |
| 4.2.1.3 Uji Heteroskedastisitas..... | 62 |
| 4.2.1.4 Uji Autokorelasi..... | 65 |
| 4.2.2 Pengujian Hipotesis..... | 65 |
| 4.2.2.1 Pengujian Hipotesis Pertama..... | 67 |
| 4.2.2.2 Pengujian Hipotesis Kedua..... | 68 |
| 4.2.2.3 Pengujian Hipotesis Ketiga..... | 68 |
| 4.2.2.4 Pengujian Hipotesis Keempat..... | 70 |
| 4.2.2.5 Pengujian Hipotesis Kelima..... | 70 |
| 4.2.2.6 Pengujian Hipotesis Keenam..... | 71 |
| 4.2.2.7 Pengujian Hipotesis Ketujuh..... | 72 |
| 4.2.2.8 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian..... | 73 |
| 4.3 Pembahasan..... | 73 |
| V. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN..... | 76 |
| 5.1 Kesimpulan..... | 76 |
| 5.2 Implikasi Kebijakan..... | 78 |
| 5.3 Keterbatasan Penelitian..... | 79 |
| 5.4 Agenda Penelitian Mendatang..... | 80 |
| Daftar Pustaka..... | 81 |
| Lampiran-lampiran | 83 |
| Daftar Riwayat Hidup | |

DAFTAR TABEL

| | | |
|-----------|--|----|
| Tabel 1.1 | Daftar <i>Dividend Payout Ratio</i> Perusahaan Manufaktur..... | 7 |
| Tabel 2.1 | Ringkasan Penelitian Terdahulu..... | 33 |
| Tabel 3.1 | Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel..... | 46 |
| Tabel 4.1 | Aset Perusahaan..... | 54 |
| Tabel 4.2 | Perusahaan-Perusahaan di Bursa Efek Jakarta Yang Menjadi Sampel Penelitian..... | 55 |
| Tabel 4.3 | Statistik Deskriptif Variabel..... | 56 |
| Tabel 4.4 | Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Independen..... | 61 |
| Tabel 4.5 | Hasil Uji Multikolinearitas | 62 |
| Tabel 4.6 | Hasil Analisis Regresi Linier Berganda..... | 66 |
| Tabel 4.7 | Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian..... | 73 |

DAFTAR GAMBAR

| | | |
|------------|--|----|
| Gambar 2.1 | Kerangka Pemikiran | 40 |
| Gambar 4.1 | Hasil Analisis Grafik Uji Normalitas - Histogram..... | 59 |
| Gambar 4.2 | Hasil Analisis Grafik Uji Normalitas- <i>Normal Plot</i> | 59 |
| Gambar 4.3 | Hasil Analisis Grafik Uji Heteroskedastisitas..... | 63 |
| Gambar 4.4 | Hasil <i>Test</i> Statistik <i>Durbin Watson</i> | 65 |

DAFTAR LAMPIRAN

| | |
|--|----|
| Lampiran 1 Statistik Deskriptif Variabel Independen dan Variabel Dependen..... | 83 |
| Lampiran 2 Hasil Perhitungan Regresi Linier Berganda | 84 |
| Lampiran 3 Daftar Perusahaan yang Menjadi Sampel Penelitian | 95 |

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Masalah dalam kebijakan dan pembayaran dividen mempunyai dampak yang sangat besar baik bagi para investor maupun bagi perusahaan yang akan membayarkan dividen-nya. Pada umumnya para investor mempunyai tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraannya yaitu dengan mengharapkan *return* dalam bentuk *dividend* maupun *capital gain*. Suatu perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi, harus menyediakan modal yang cukup untuk dapat membiayai pertumbuhannya yang kontiniu dan secara terus menerus guna mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan. Dilain pihak perusahaan juga harus memberikan kesejahteraan yang lebih besar kepada para pemegang sahamnya. Saxena (1999), mengemukakan bahwa isu tentang dividen sangat penting dengan berbagai alasan antara lain: Pertama, perusahaan menggunakan dividen sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Kedua, dividen memegang peranan penting pada struktur permodalan perusahaan.

Menurut teori *residual dividend*, perusahaan akan membayarkan dividen kepada pemegang saham hanya jika perusahaan tersebut sudah tidak mempunyai

kesempatan melakukan suatu investasi yang menguntungkan, dalam hal ini *net present value* yang positif. Chang dan Rhee (1990), yang meneliti 508 perusahaan dengan menggunakan lima variabel yang terdiri dari: *growth potential*, *earning variability*, *nondebt tax shields*, *firm size* dan *profitability* selama 19 tahun pada periode 1969 – 1987. Untuk konsistensi dengan teori dan pengujian secara empirik pada faktor-faktor penting yang berpengaruh pada pembayaran dividen, sebagai variabel dependen dan hubungannya dengan variabel independen Chang dan Rhee menggambarkan sifat dan hubungan yang terjadi antara variabel dependen dan variabel independen dengan hasil penelitian: *growth potential*, semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka semakin banyak dana yang dibutuhkan oleh perusahaan tersebut untuk investasi, sehingga dana yang tersedia dari laba akan ditahan sebagai *retained earnings* dan tidak dibayarkan sebagai dividen.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee menemukan pula *estimation coefficient* yang tidak signifikan pada variabel *growth*, tetapi selanjutnya Chang dan Rhee mengemukakan hubungan antara *growth* dan *dividend* harus selalu negatif. Observasi ini mendukung hipotesis yang mana perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi lebih menyukai rasio pembayaran dividen yang rendah. Variabel *size* dan *earning variability* menunjukkan pengaruh positif pada *dividend payout ratio*. Dengan menggunakan model regresi diperoleh hasil ; koefisien positif pada *nondebt tax shields* mengindikasikan bahwa semakin besar *nondebt tax shields* maka semakin tinggi *debt ratio*. Hasil ini bertentangan dengan DeAngelo dan Masulis

(1980) dengan hipotesis *tax shields*-nya dan konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Boquist dan Moore (1984), Bowen, Daley, dan Huber (1982), dan Bradley *et al.*(1984).

Dividen dapat digunakan untuk memperkecil masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham. Crutchley dan Hansen (1989) menguji hubungan antara kepemilikan (*ownership*), kebijakan dividen dan *leverage* dan menyimpulkan bahwa manajer membuat kebijakan keuangan *tradeoff* untuk menghindari biaya keagenan untuk mencapai cara yang lebih efisien.

Jensen *et al.* (1992) menghubungkan interaksi antara kebijakan dividen dan *insider ownership*. Untuk menunjukkan ketidaksimetrisan antara pemilik (*insiders*) dan investor luar. Jensen, menemukan bahwa keputusan finansial perusahaan dan *insider ownership* memiliki ketergantungan satu dengan yang lainnya. Pada penelitian yang dilakukan oleh Jensen *et al.* (1992) disebutkan pula beberapa faktor yang berpengaruh pada pembayaran dividen antara lain: *insider*, *debt*, *business risk*, *profitability*, *growth* dan *investment*. Kebijakan dividen perusahaan juga sangat dipengaruhi oleh keputusan dari pemilik (*insider*) dengan tujuan-tujuan tertentu. Menurut Rozeff (1982) keterkaitan satu variabel pada persentase kepemilikan saham oleh *insider*, diprediksikan bahwa pembayaran dividen mempunyai hubungan yang negatif dengan persentase kepemilikan saham oleh *insider*.

Penelitian sebelumnya memperlihatkan bahwa perusahaan berusaha untuk mengikuti kebijakan dividen yang stabil dan membayarkan suatu porsi tertentu dari

pendapatan sebagai dividen (Lintner, 1956). Studi empirik yang dilakukan Lintner (1956) juga menemukan bahwa perusahaan menentukan besarnya *dividend payout ratio* dan kebijakan dividen yang disesuaikan sehubungan dengan target *dividend payout ratio* itu sendiri sehingga perusahaan dapat menjaga dan mempertahankan modal investasinya serta mampu mencapai target pertumbuhan jangka panjang. Lintner juga mengatakan bahwa manajer percaya bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang mengikuti kebijakan dividen yang stabil.

Baker *et al.* (1985) dan Penitt dan Gitmon (1991), menyimpulkan berdasarkan respon survey, para manajer memberikan perhatian pada stabilitas dividen dalam proses keputusan kebijakan dividen. Kebijakan dividen suatu perusahaan akan memperlihatkan dua pihak yang berkepentingan dan saling bertentangan, yaitu kepentingan para pemegang saham dengan dividen-nya, dan kepentingan perusahaan dengan laba ditahannya, di samping itu juga kepentingan *bondholder* yang dapat mempengaruhi besarnya dividen kas yang dibayarkan. Dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung kepada kebijakan masing-masing perusahaan, sehingga memerlukan pertimbangan yang lebih serius dari manajemen perusahaan.

Kebijakan dividen atau keputusan dividen pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan (Levy dan Sarnat, 1990). Miller dan Modigliani (1961) telah mengembangkan *irrelevant dividend*, yang selanjutnya disusul dengan beberapa studi yang membahas tentang pembayaran

dividen dan berbagai variasi dalam kebijakan pembayaran dividen dengan memfokuskan pada ketidaksempurnaan pasar.

Penelitian ini mencoba mengembangkan beberapa faktor yang berhubungan dengan kebijakan dividen tunai (*cash dividend*) dari perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Secara lebih khusus studi ini menginvestigasi hubungan dan besarnya pengaruh pertimbangan manajemen atas variabel-variabel posisi kas (*cash position*), perbandingan antara kewajiban dengan modal (*debt to equity ratio*), *insider ownership* (persentase kepemilikan saham oleh *insider*), *growth* (pertumbuhan perusahaan), *size* (ukuran perusahaan), *profit* (keuntungan perusahaan) dan pengaruhnya terhadap *dividend payout ratio* (DPR).

Studi yang dilakukan oleh Sutrisno (1999), pada perusahaan publik di BEJ mengenai faktor-faktor yang berpengaruh pada *Dividend Payout Ratio* menggunakan variabel-variabel posisi kas, potensi pertumbuhan, rasio hutang terhadap modal, ukuran perusahaan, profitabilitas dan *holding*. Hasil studi menunjukkan bahwa secara umum tidak semua variabel faktor-faktor yang berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, hanya posisi kas dan rasio hutang terhadap modal saja yang berpengaruh signifikan.

Ide penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Sutrisno (1999) yang menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio* pada seluruh perusahaan publik yang terdaftar di BEJ selama periode 1991-1996. Dari penelitian yang dilakukan oleh Sutrisno (1999), menunjukkan bahwa tidak semua faktor yang diteliti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap DPR, hanya

posisi kas dan rasio hutang terhadap modal pada perkiraan neraca saja yang berpengaruh signifikan sedangkan *earnings* berpengaruh kurang signifikan terhadap DPR. Hal ini disebabkan penelitian yang dilakukan oleh Sutrisno melibatkan seluruh sampel perusahaan publik yang terdaftar di BEJ, adanya efek dari masing-masing subsektor industri pada perusahaan manufaktur dapat mempengaruhi penentuan faktor yang menjadi pertimbangan dalam menentukan kebijakan dan pembayaran dividen.

Kelompok perusahaan manufaktur di BEJ dipandang layak sebagai obyek penelitian ini karena mempunyai jumlah terbesar dari jumlah perusahaan yang tercatat di BEJ. Selain itu pula kombinasi variabel independen yang akan diteliti diyakini akan mempunyai pengaruh yang signifikan pada *dividen payout ratio*.

Pada tabel 1.1. ditunjukkan perkembangan *dividend payout ratio* pada saham-saham perusahaan manufaktur per 31 Desember 1998 – 2000.

Tabel 1.1
Daftar *Dividend Payout Ratio* Perusahaan Manufaktur
Yang Menjadi Sampel Penelitian

| No. | Nama Perusahaan | Dividend | | |
|-----|------------------------------|----------|--------|--------|
| | | 1998 | 1999 | 2000 |
| 1 | PT. Aqua Golden Mississippi | 0.2076 | 0.2950 | 0.1711 |
| 2 | PT. Delta Jakarta | 0.0000 | 0.0983 | 0.1397 |
| 3 | PT. Fast Food Indonesia | 0.0000 | 0.4009 | 0.0188 |
| 4 | PT. Multi Bintang | 0.0000 | 1.2276 | 0.1837 |
| 5 | PT. Siantar Top | 0.3704 | 0.3570 | 0.0000 |
| 6 | PT. Bat Indonesia | 0.0000 | 0.1988 | 0.4020 |
| 7 | PT. Gudang Garam | 0.4613 | 0.4226 | 0.4289 |
| 8 | PT. Hanjaya M. Sampoerna | 0.0000 | 0.4927 | 0.3203 |
| 9 | PT. Eratex Djaja | 0.0000 | 0.3101 | 0.4615 |
| 10 | PT. Roda Vivatex | 0.5052 | 0.3815 | 0.1952 |
| 11 | PT. Sepatu Bata | 0.0000 | 0.3482 | 0.7288 |
| 12 | PT. Lautan Luas | 0.1215 | 0.5398 | 0.0981 |
| 13 | PT. Duta Pertiwi | 0.1166 | 0.1963 | 0.1811 |
| 14 | PT. Ekadharma Tape | 0.7239 | 0.3608 | 0.5503 |
| 15 | PT. Intan Wijaya | 0.0000 | 0.2544 | 0.2543 |
| 16 | PT. Asahimas Flat | 0.3696 | 0.2533 | 0.0000 |
| 17 | PT. Igar Jaya | 0.7510 | 0.2956 | 0.0399 |
| 18 | PT. Semen Gresik | 0.3615 | 0.4000 | 0.4000 |
| 19 | PT. Lion Metal Work | 0.0000 | 0.1904 | 0.1610 |
| 20 | PT. Kedaung Indah Can | 0.0000 | 0.5902 | 0.3995 |
| 21 | PT. Metrodata Electronics | 0.0000 | 0.0130 | 0.2440 |
| 22 | PT. Goodyear Indonesia | 0.4075 | 0.3256 | 0.1101 |
| 23 | PT. Selamat Sempurna | 0.4510 | 0.1995 | 0.2508 |
| 24 | PT. Mandom Indonesia | 0.5024 | 0.6899 | 0.4413 |
| 25 | PT. Mustika Ratu | 0.3367 | 0.3504 | 0.5104 |
| 26 | PT. Unilever Indonesia | 0.1500 | 0.3579 | 0.0647 |
| 27 | PT. Indofood Sukses Makmur | 0.0000 | 0.0000 | 0.0510 |
| 28 | PT. Sari Husada | 0.0000 | 0.4056 | 0.0000 |
| 29 | PT. Fortune Mate Indonsia | 0.0000 | 0.0000 | 0.2986 |
| 30 | PT. Surya Intrindo Makmur | 0.0000 | 0.0000 | 0.3809 |
| 31 | PT. Kurnia Kapuas Utama Glue | 0.0000 | 0.0498 | 0.0000 |
| 32 | PT. Andhi Chandra Automotif | 0.0000 | 0.0000 | 0.2304 |

Sumber: diolah dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 - 2001

Berdasarkan Tabel 1.1. tersebut dapat diketahui bahwa tingkat *dividend payout ratio* masing-masing perusahaan selama periode 1998 – 2000 mengalami

fluktuasi dan tidak mengindikasikan adanya penerapan kebijakan pembayaran dividen yang stabil. Pada bursa yang berkembang seperti BEJ, penelitian perlu dilakukan dalam setiap periode yang relatif pendek dan berkelanjutan. Seberapa besar dan faktor apa saja yang berpengaruh pada *dividend payout ratio* dapat berubah seiring perkembangan situasi bisnis pada ruang dan waktu yang berbeda. Melalui pemahaman faktor yang berpengaruh pada DPR, pihak manajemen perusahaan lebih mudah menjaga dan berusaha meningkatkan nilai perusahaannya.

1.2 PERUMUSAN MASALAH

Dua hal penting yang dapat mempengaruhi investor dalam menentukan keputusan investasi, adalah pengharapan mereka untuk memperoleh *dividend* atau *capital gain*. Masalah dividen di sini menjadi penting karena hal tersebut berhubungan dengan distribusi pendapatan di masa yang akan datang yang dicerminkan melalui DPR, sehingga dapat dipakai sebagai signal oleh investor mengenai prospek perusahaan di masa mendatang.

Berdasarkan hal tersebut, maka permasalahan yang dapat dirumuskan adalah:

1. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara posisi kas (*cash position*) terhadap *dividend payout ratio*.
2. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara rasio hutang pada modal (*debt to equity ratio*) terhadap *dividend payout ratio*.
3. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara *insider ownership* terhadap *dividend payout ratio*.

4. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara *growth* terhadap *dividend payout ratio*.
5. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara *size* terhadap *dividend payout ratio*.
6. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara *profit* terhadap *dividend payout ratio*.
7. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap *dividend payout ratio*.

1.3 TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN

1.3.1 TUJUAN PENELITIAN

Berdasarkan perumusan masalah di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Menganalisis pengaruh posisi kas (*cash position*) terhadap *dividend payout ratio*.
2. Menganalisis pengaruh rasio hutang pada modal (*debt to equity ratio*) terhadap *dividend payout ratio*.
3. Menganalisis pengaruh *insider ownership* terhadap *dividend payout ratio*.
4. Menganalisis pengaruh *growth* terhadap *dividend payout ratio*.
5. Menganalisis pengaruh *size* terhadap *dividend payout ratio*.
6. Menganalisis pengaruh *profit* terhadap *dividend payout ratio*.
7. Menganalisis pengaruh variabel independen terhadap *dividend payout ratio*.

1.3.2 MANFAAT PENELITIAN

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah:

1. Dapat menjadi bukti empiris dan memberikan kontribusi dalam memperkaya penelitian-penelitian sebelumnya.
2. Bagi para investor dan calon investor hasil temuan ini dapat menjadi masukan dalam mempertimbangkan pembuatan keputusan untuk membeli dan menjual saham sehubungan dengan harapannya terhadap dividen kas yang dibayarkan.
3. Bagi emiten hasil temuan ini diharapkan dapat menjadi pertimbangan dalam pembuatan keputusan terhadap kebijakan dividen agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Bagi para akademisi hasil studi ini diharapkan dapat memberikan masukan terhadap isu tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio*, dan kebijakan dividen, khususnya pada perusahaan publik di Indonesia.
4. Hasil penelitian diharapkan dapat dipergunakan sebagai masukan atau bahan pembandingan bagi peneliti lain yang melakukan penelitian sejenis ataupun penelitian yang lebih luas.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 Pengertian dan Teori Kebijakan *Dividend*

Dividen adalah distribusi, yang bisa berbentuk kas, aktiva lain, surat atau bukti lain yang menyatakan hutang perusahaan, dan saham, kepada pemegang saham suatu perusahaan sebagai proporsi dari sejumlah saham yang dimiliki oleh pemilik. Sedangkan kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan yang akan diinvestasikan kembali (*reinvestment*) atau ditahan (*retained*) di dalam perusahaan. Dari pengertian tersebut, kebijakan dividen didasarkan pada rentang pertimbangan antara kepentingan pemegang saham disatu sisi dan kepentingan perusahaan disisi yang lain. Menurut Kolb (1983), kebijakan dividen penting karena dua alasan, yaitu :

1. Pembayaran dividen mungkin akan mempengaruhi harga saham.
2. Pendapatan yang ditahan (*retained earning*) biasanya merupakan sumber tambahan modal sendiri yang terbesar dan terpenting untuk pertumbuhan perusahaan.

Kedua alasan tersebut merupakan dua sisi kepentingan perusahaan yang saling bertolak belakang. Agar kedua kepentingan itu dapat terpenuhi secara optimal,

manajemen perusahaan seharusnya memutuskan secara hati-hati dan teliti, terhadap kebijakan dividen yang harus dipilih.

Secara umum tidak ada aturan umum yang secara universal dapat diterapkan pada keputusan pemegang saham dan manajemen tentang dividen. Hal terbaik yang dapat dikatakan adalah bahwa nilai dividen tergantung pada lingkungan pengambil keputusan. Oleh karena lingkungan tersebut berubah sewaktu-waktu, seorang manajer dihadapkan dengan tidak relevannya dividen pada waktu tertentu dan dalam waktu tertentu menjadi sesuatu yang utama atau penting.

Dari penelitian-penelitian terdahulu mengenai kebijakan dividen, dihasilkan beberapa teori yang sampai saat ini dijadikan sebagai referensi dan literatur untuk penelitian-penelitian selanjutnya. Pendapat dan teori tersebut digunakan sebagai pedoman dan acuan, teori mana yang relevan dan sesuai dengan kebijakan atau kondisi masing-masing perusahaan dan negara. Berikut ini dijelaskan beberapa teori tentang kebijakan dan asumsi-asumsi yang mendasarinya:

1. Dividen tidak relevan (Modigliani dan Miller, 1961).

Menurut Modigliani dan Miller (MM), kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh pada harga saham perusahaan atau biaya modalnya. MM menyatakan bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan, selanjutnya nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan. Sementara itu keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Untuk membuktikan teorinya MM mengemukakan berbagai asumsi sebagai berikut :

- tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan,
- tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* dan biaya transaksi,
- kebijakan penganggaran modal perusahaan independen terhadap kebijakan dividen,
- investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang kesempatan investasi di masa yang akan datang,
- distribusi pendapatan diantara dividen dan laba ditahan tidak berpengaruh terhadap, tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor.

2. Bird-in- the-hand Theory (Gordon dan Lintner, 1956).

Salah satu asumsi dari teori MM menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Sementara itu menurut Gordon dan Lintner tingkat keuntungan yang disyaratkan akan naik apabila pembagian dividen dikurangi, karena investor lebih yakin terhadap penerimaan dividen dari pada kenaikan nilai modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan. MM berpendapat dan telah dibuktikan secara matematis, investor merasa sama saja apakah menerima dividen saat ini atau menerima *capital gain* di masa yang akan datang, sehingga tingkat keuntungan yang disyaratkan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Pendapat Gordon dan Lintner oleh MM diberi nama the

bird-in-the-hand fallacy. Gordon dan Lintner beranggapan investor memandang bahwa satu burung di tangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara. Sementara ini MM berpendapat bahwa tidak semua investor berkepentingan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama dengan memiliki resiko yang sama, oleh sebab itu tingkat resiko pendapatan mereka di masa yang akan datang bukannya ditentukan oleh kebijakan dividen tetapi ditentukan oleh tingkat resiko investasi baru.

3. *Tax Preference Theory* (Litzenberger dan Ramaswamy, 1979).

Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah dari pada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki pertumbuhan tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenai pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan *capital gain* menjadi berkurang. Namun demikian pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan dengan pajak atas dividen, karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen. Selain itu periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak atas *capital gain* dan pajak atas dividen. Jadi investor akan meminta tingkat keuntungan setelah pajak yang lebih tinggi terhadap saham yang memiliki

dividend yield yang tinggi dari pada saham dengan *dividend yield* yang rendah. Oleh karenanya teori ini menyarankan bahwa perusahaan sebaiknya menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen.

2.1.2 Hubungan antara *Dividend Payment* dan *Agency Cost*

Dividen dapat digunakan untuk memperkecil masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham (Jensen *et al.* 1992). *Agency theory* muncul setelah fenomena terpisahnya kepemilikan perusahaan dengan pengelolaan terdapat dimana-mana khususnya pada perusahaan-perusahaan besar yang modern, dimana satu atau lebih individu (pemilik) menggaji individu lain (agen) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen (Brigham, 1996). *Agency theory* menurut Jensen dan Meckling (1976) adalah hubungan antara pemberi kerja (*prinsipal*) dan penerima tugas (agen) untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam manajemen keuangan hubungan keagenan muncul antara pemegang saham dengan manajer dan antara pemegang saham dengan kreditor. Masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer, potensial terjadi jika manajer memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Karena tidak semua keuntungan akan dapat dinikmati oleh manajer, mereka tidak akan hanya berkonsentrasi pada maksimisasi kemakmuran pemegang saham (Brigham, 1996). Menurut Jensen dan Meckling (1976) perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat rentan terjadi. Penyebabnya karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung resiko akibat adanya

kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis, begitu pula jika mereka tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung resiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal.

Jensen *et al.* (1992) menghubungkan interaksi antara kebijakan dividen dan *insider ownership*. Untuk menunjukkan ketidaksimetrisan antara pemilik (*insiders*) dan investor luar. Jensen, menemukan bahwa keputusan finansial perusahaan dan *insider ownership* memiliki ketergantungan satu dengan yang lainnya. Dengan demikian, menurut *agency theory*, para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976).

2.1.3 Prosedur Pembayaran Dividen

Pada umumnya perusahaan membayarkan dividen sekali dalam tiga bulan (*quarterly*) atau empat kali dalam satu tahun. (Schall dan Haley, pp. 471). Dividen harus dapat ditetapkan oleh perusahaan pada tingkat atau rasio tertentu, sehingga perusahaan dapat berjalan secara kontiniu walaupun terjadi kesulitan dalam bidang finansial. Proyek perusahaan dalam mengantisipasi pendapatan dan rasio pembayaran jangka panjang yang diinginkan, investasi yang akan ditanamkan sebagai *retained earnings* serta penetapan tingkat pembayaran dividen harus dilakukan berdasarkan kemampuan perusahaan. Dividen yang direncanakan dengan tujuan jangka

panjang disebut sebagai dividen reguler. Dalam hal lain, beberapa perusahaan membayarkan dividen ekstra pada akhir tahun setelah pendapatan perusahaan diketahui dan investasi yang dibutuhkan sudah ditetapkan.

Langkah-langkah atau prosedur pembayaran dividen adalah pengumuman emiten atas dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham, yang disebut juga dengan tanggal pengumuman dividen. Contoh: emiten melalui dewan direksi mengumumkan pembayaran dividen atas PT. A pada tanggal 15 Februari 2002, dividen yang akan dibagikan adalah Rp. 5,000.- per saham dan akan menjadi beban kepada semua pemegang saham yang dicatat pada 18 Maret 2002 (atau disebut sebagai *record date*). Pembayaran atas beban tersebut akan dilakukan lebih kurang satu bulan setelahnya atau tanggal 8 April 2002. Tanggal-tanggal yang perlu diperhatikan dalam pembayaran dividen adalah sebagai berikut:

a. Tanggal pengumuman (*declaration date*)

Tanggal pengumuman merupakan tanggal dimana secara resmi diumumkan oleh emiten tentang bentuk dan besarnya serta jadwal pembayaran dividen yang akan dilakukan. Pengumuman ini biasanya untuk pembagian dividen reguler. Isi pengumuman tersebut menyampaikan hal-hal yang dianggap penting yakni: tanggal pencatatan, tanggal pembayaran dan besarnya dividen kas per lembar

b. Tanggal pencatatan (*date of record*)

Pada tanggal ini perusahaan melakukan pencatatan nama-nama pemegang saham.

Para pemilik saham yang terdaftar pada daftar pemegang saham tersebut

diberikan hak sedangkan pemegang saham yang tidak terdaftar pada tanggal pencatatan tidak diberikan hak untuk memperoleh dividen

c. Tanggal *cum-dividend*

Tanggal *cum-dividend* merupakan tanggal hari terakhir perdagangan saham yang masih melekat hak untuk mendapatkan dividen baik dividen tunai maupun dividen saham

d. Tanggal *ex-dividend*

Tanggal dimana perdagangan saham tersebut sudah tidak melekat lagi hak untuk memperoleh dividen. Jadi jika investor membeli saham pada tanggal ini atau sesudahnya, maka investor tersebut tidak dapat mendaftarkan namanya untuk mendapatkan dividen

e. Tanggal pembayaran (*payment date*)

Tanggal ini merupakan saat pembayaran dividen oleh perusahaan kepada para pemegang saham yang telah mempunyai hak atas dividen. Jadi pada tanggal tersebut para investor sudah dapat mengambil dividen sesuai dengan bentuk dividen yang telah dimumkan oleh emiten (dividen tunai/dividen saham)

2.1.4 Pola Pembayaran Dividen

Keputusan mengenai kebijakan dividen adalah keputusan yang menyangkut bagaimana cara dan dalam bentuk apa dividen dibayarkan kepada pemegang saham. Ada beberapa pola pembayaran dividen yang dapat dipilih sebagai alternatif kebijakan dividen perusahaan, yaitu:

1. *Stable and Occasionally Increasing Dividend per-share.*

Kebijakan ini menetapkan dividen per saham yang stabil, selama tidak ada peningkatan yang permanen dalam *earning power* dan kemampuan membayar dividen. Manajemen akan menaikkan dividen, jika ada keyakinan bahwa tingkat yang lebih tinggi tersebut dapat dipertahankan. Hal ini dilandasi adanya psikologi pemegang, saham, dimana bila dividen naik maka akan menaikkan juga harga saham dan sebaliknya.

2. *Stable Dividend per-share.*

Dasar pemikirannya adalah bahwa pasar mungkin akan menilai suatu saham lebih tinggi bila dividen yang diharapkan tetap, stabil daripada bila dividen berfluktuasi. Perusahaan yang memilih cara ini akan membayar dividen dalam jumlah yang tetap (*stable amount*) dari tahun ke tahun.

2. *Stable Pay Out Ratio.*

Dalam pola pembayaran dividen ini, jumlah dividen dihitung berdasar suatu prosentase tetap (*constant*) dari laba (*earnings*). Bila laba berfluktuasi, maka jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham-pun akan ikut berfluktuasi.

3. *Regular Dividend plus Extras.*

Dalam cara ini, dividen reguler ditetapkan dalam jumlah yang diyakini oleh manajemen mampu dipertahankan di masa mendatang tanpa menghiraukan fluktuasi laba dan kebutuhan investasi modal. Bila tambahan kas tersedia, perusahaan memberikan dividen ekstra (bonus) kepada pemegang saham

Pola ini mengakui bahwa dividen mempunyai kandungan informasi, sehingga dengan pemberian dividen ekstra dapat menarik minat pemodal yang pada akhirnya akan dapat meningkatkan harga saham.

4. *Fluctuating Dividends and Payout Ratio.*

Dalam pola pembayaran ini besarnya dividen dan *payout ratio* disesuaikan dengan perubahan laba dan kebutuhan investasi modal perusahaan untuk setiap periode. Oleh karena itu, besar dividen dan *payout ratio* yang dibayarkan berfluktuasi mengikuti fluktuasi laba dan kebutuhan investasi.

2.1.5 Faktor-faktor yang Berpengaruh pada *Dividend Payout Ratio*

Berbagai macam faktor dapat mempengaruhi perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen. Faktor-faktor yang mempengaruhi dividen seperti pajak, inflasi, biaya transaksi dan preferensi pribadi membuat pertanyaan tentang bernilai atau tidaknya dividen menjadi tidak mutlak. Ada situasi dimana dividen tinggi disukai dan skenario lain dimana tidak adanya atau rendahnya dividen yang disukai. Dampak dari inflasi, efek klien dan isi informasi dari dividen memberikan kerangka untuk analisa pentingnya dividen. Masing-masing berguna untuk menjawab pertanyaan tentang nilai dividen dalam situasi tertentu. Penelitian ini akan memfokuskan pada faktor-faktor yang paling berpengaruh pada penetapan kebijakan dividen yang antara lain adalah:

1. *Cash*

Posisi kas suatu perusahaan merupakan faktor yang penting yang harus dipertimbangkan, sebelum membuat keputusan untuk menentukan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham. Jensen (1986), mengemukakan hipotesis bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang lebih cepat akan memiliki kas yang lebih kecil dan oleh karena itu akibatnya pembayaran dividen juga akan lebih kecil. Hipotesis yang dikemukakan oleh Jensen tentang *free cashflow* mendukung hipotesis yang dikemukakan oleh Rozeff (1982). Pembayaran dividen merupakan arus kas keluar, sehingga semakin kuat posisi kas perusahaan, berarti semakin besar kemampuannya untuk membayar dividen. Posisi kas dihitung berdasarkan perbandingan antara saldo kas akhir tahun dengan laba bersih setelah pajak (Stanley dan Geoffrey, 1987). Variabel kas memiliki hubungan yang positif terhadap *dividend payout ratio*, dimana jika terdapat kelebihan kas yang besar maka diyakini pembayaran dividen kepada pemegang saham akan lebih besar pula.

2. *Debt*

Debt to Equity Ratio (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Kebijakan *debt* dapat dipengaruhi oleh karakteristik-karakteristik perusahaan yang akan

mempengaruhi kurva permintaan dari *debt* yang ditawarkan kepada perusahaan atau permintaan perusahaan akan *debt*. Secara umum, para kreditor adalah investor-investor “eksternal” yang sama-sama mengalami kerugian informasional seperti pemegang saham eksternal. Ketidaksempurnaan pasar telah memotivasi tes-tes tentang dampak dari rasio asset tetap, profitabilitas dan resiko pada kebijakan hutang. Ravid (1988) membahas hubungan-hubungan tersebut dalam sebuah ulasan yang menarik tentang kebijakan *debt*.

Myers dan Majluf (1984) menghubungkan profitabilitas dengan kebijakan *debt* lewat sebuah hipotesis “*pecking order*” yang dimodifikasi, ditunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih *profitable* akan menurunkan permintaannya akan *debt*, karena akan tersedia lebih banyak dana-dana internal untuk mendanai investasi. Perusahaan-perusahaan yang *profitable* memiliki lebih banyak *earnings* yang tersedia untuk retensi atau investasi dan karenanya, akan cenderung membangun *equitas* mereka relatif terhadap *debt*. Oleh karena itu semakin rendah DER akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya. Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk *dividend* yang akan diterima, karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada

pembagian *dividend*. Jika beban hutang semakin tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk membagi *dividend* akan semakin rendah, sehingga DER mempunyai pengaruh negatif dengan *dividend payout ratio*. *Debt to equity ratio* dihitung dengan total hutang dibagi dengan total ekuiti.

3. *Insider Ownership*

Demsetz dan Lehn (1985) menyajikan beberapa argumen untuk hipotesa bahwa *insider ownership* dapat bervariasi di antara perusahaan-perusahaan. Umumnya, manfaat-manfaat dari *insider ownership* dihubungkan dengan tambahan dalam potensi kontrol dari para manajer yang mengambil andil besar dalam perusahaan. Biaya dari *insider ownership* ditanggung oleh para *insider* yang harus mengalokasikan sebagian besar dari kekayaan mereka untuk perusahaan, dan harus memegang suatu portofolio yang tak terdifersifikasi (*undiversified*). Di sisi lain, manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan meningkatkan beban bunga pinjaman karena resiko kebangkrutan perusahaan meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi.

Kontrol terhadap suatu perusahaan memberikan nilai *incremental* terbesar bila ternyata *asimetry informasional* antara *insider* dan *outsider*-nya paling besar. Jika *outsider* mengetahui usaha-usaha perusahaan dan

manajerial seperti yang diketahui oleh *insider*, maka nilai *incremental* yang diperoleh oleh *insider* menjadi kecil. Demsetz dan Lehn (1985) berargumen bahwa resiko spesifik perusahaan yang tinggi adalah meningkatkan nilai *insider ownership*, hal ini disebabkan kontribusi para manajer terhadap kinerja perusahaan sulit diukur karena adanya *noise* yang diciptakan oleh faktor-faktor eksternal. Perusahaan-perusahaan dengan jumlah divisi yang besar juga akan lebih mahal untuk dimonitor bagi para *outsider*.

Manfaat-manfaat dari *insider ownership* akan sebagian atau seluruhnya terhapuskan oleh biaya-biaya untuk membujuk para manajer untuk tidak mendiversifikasikan (*maldiversity*) kekayaan mereka. Keengganan resiko manajerial dan pembatasan-pembatasan pada manajerial membatasi kemauan dan kemampuan para manajer untuk menjadi pemilik, sehingga akan membatasi suplai *insider ownership*. Para manajer yang enggan resiko (*risk averse*) akan mengambil suatu posisi yang lebih besar dalam dalam suatu perusahaan hanya jika perusahaan tersebut menghasilkan *rate of return* yang lebih tinggi sehingga dapat mengkompensasi resiko yang muncul. Batasan pada kekayaan manajerial berakibat menimbulkan biaya yang lebih tinggi bagi para manajer untuk mengontrol kepentingan / andil dalam perusahaan-perusahaan besar. Dengan memperhatikan uraian pada penelitian Demsetz dan Lehn (1985) *insider ownership* mempunyai hubungan negatif atau terbalik terhadap *dividend payout ratio*.

4. Growth

Pertumbuhan perusahaan yang tinggi lebih disukai untuk mengambil keuntungan pada investasi yang memiliki prospek yang baik. (Gaver, 1993). Pada teori *free cash flow hypothesis* yang disampaikan oleh Jensen ((1986) menyebutkan bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang lebih tinggi akan memiliki *free cash flow* yang rendah karena sebagian besar dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek yang memiliki nilai NPV yang positif. Manajer dalam bisnis perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak dan mengharapkan kinerja dari dividen akan lebih kuat dalam pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan (Charitou dan Vafeas, 1998). Saxena (1999) juga menyatakan bahwa kebijakan dividen sangat penting dengan berbagai alasan antara lain: Pertama, dalam penelitiannya Saxena menemukan bahwa perusahaan menggunakan dividen sebagai sebuah tanda mekanisme keuangan yang dicerminkan kinerja perusahaan kepada pihak luar sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan dari perusahaan. Kedua, dividen memegang peranan penting pada struktur modal. Menurut teori *residual dividend*, perusahaan akan membayar dividennya jika hanya tidak memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara pertumbuhan perusahaan dan pembayaran dividen.

5. *Size*

Ukuran perusahaan mungkin suatu faktor yang penting bukan hanya sebagai proksi pada biaya keagenan (dimana dapat diharapkan lebih tinggi pada perusahaan dengan ukuran yang lebih besar) tetapi juga disebabkan biaya transaksi yang berhubungan dengan penerbitan saham sehubungan dengan ukuran perusahaan (Smith, 1977). Bagaimanapun (Smith dan Watts, 1992) menunjukkan, dasar teori pada pengaruh dari ukuran (*size*) terhadap kebijakan dividen sangat kuat. Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang sahamnya, sehingga antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan yang positif (Cleary, 1999).

Suatu perusahaan besar dan mapan akan mudah untuk menuju ke pasar modal. Karena kemudahan untuk berhubungan dengan pasar modal maka berarti fleksibilitas lebih besar dan kemampuan untuk mendapatkan dana dalam jangka pendek, perusahaan besar dapat mengusahakan pembayaran dividen yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Ukuran untuk menentukan ukuran perusahaan adalah dengan *log natural* dari total aktiva (Jorge Farinha, 2002)

6. *Profit*

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Dividen adalah merupakan

sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karenanya dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham, adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak. Karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai *dividend*. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Atribut profitabilitas ini diwakili oleh tingkat keuntungan setelah pajak dibagi dengan total assets (Chang dan Rhee, 1990).

2.1.6 Tinjauan Penelitian Terdahulu

Chang dan Rhee (1990), meneliti 508 perusahaan dengan menggunakan lima variabel yang terdiri dari: *Growth potential*, *Earning variability*, *Nondebt Tax shields*, *Firm size* dan *Profitability* selama 19 tahun pada periode 1969 – 1987. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee ini menemukan bahwa pada variabel *growth potential* mengemukakan bahwa *estimation coefficient* pada variabel *growth* tidak selalu signifikan tetapi selalu berpengaruh negatif pada pembayaran dividen. Observasi ini mendukung hipotesis yang mana perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi lebih menyukai rasio pembayaran dividen yang rendah atau

dividend yield yang rendah. Variabel *size* menunjukkan pengaruh positif pada *dividend payout ratio* atau *dividend yield*. *Earning variability* menunjukkan hubungan positif dengan *dividend payout ratio*. *Nondebt tax shields* menunjukkan pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Dengan menggunakan model regresi diperoleh hasil ; koefisien positif pada *nondebt tax shields* mengindikasikan bahwa semakin besar *nondebt tax shields* maka semakin tinggi *debt ratio*. Hasil ini bertentangan dengan DeAngelo dan Masulis (1980) dengan hipotesis *tax shields*-nya dan konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Boquist dan Moore (1984), Bowen, Daley, dan Huber (1982), dan Bradley *et al.* (1984)

Crutchley dan Hansen (1989) melakukan penelitian dengan mendasarkan pada 3 keputusan keuangan yakni *insider ownership*, *debt* dan *dividend*. Penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa rasio pembayaran *dividen* suatu perusahaan dipengaruhi oleh 5 karakteristik yang spesifik dari perusahaan itu sendiri yakni *diversification loss*, *standart deviation of return*, *firm size*, *non debt tax shield* dan *advertising, research & development*. Dalam penelitiannya, Crutchley dan Hansen mengemukakan bahwa kelima karakteristik perusahaan tersebut memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan *insider ownership*, *debt* dan *dividend* dengan meminimalkan *agency cost*.

Jensen, *et al* (1992) melakukan penelitian tentang hubungan antara kebijakan *insider ownership*, *debt* dan *dividen* dengan menggunakan analisa *least square* 3 tahap. Hasil dari penelitian ini mendukung proposisi bahwa kebijakan-kebijakan *insider ownership*, *debt* dan *dividend* mempunyai hubungan yang interdependensi.

Secara khusus kebijakan *insider ownership* memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat *debt* dan *dividend*. *Insider ownership* sendiri mempunyai hubungan dengan variabel yang mewakili keuntungan yang didapat dari potensi kontrol dalam perusahaan. Kontribusi dari penelitian ini adalah bahwa kebijakan *insider ownership*, *debt* dan *dividend* yang dikaitkan dengan karakteristik perusahaan mempunyai hubungan yang interdependensi.

Penelitian yang dilakukan oleh Mollah (1998) pada perusahaan non-finansial yang terdaftar di Dhaka *Stock Exchange* selama periode tahun 1988 – 1997. Sampel yang diperoleh sebanyak 153 perusahaan, variabel dependen dalam penelitian yang dilakukan oleh Mollah *et al.* adalah *dividend payout ratio* (DPR) sedangkan yang menjadi variabel independen adalah : *Insider ownership*, *Dispersion of Ownership*, *Free Cashflow* dan *Collateralizable Assets*. Variabel *Insider Ownership* atau rasio kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer, direktur atau pemilik perusahaan, pemilihan variabel *insider ownership* ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982), Jensen *et al* (1992), dan Saxena (1999), memiliki pengaruh negatif pada *dividend payout ratio*. *Dispersion of ownership* atau jumlah kepemilikan saham biasa yang ada mempunyai hubungan positif dengan *dividend payout ratio*. Penggunaan variabel *dispersion of ownership* ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Holder *et al.* (1998), Jensen *et al.* (1992). *Free cashflow*, Jensen (1986), Variabel kas memiliki hubungan yang positif terhadap *dividend payout ratio*, dimana jika terdapat kelebihan kas yang besar maka diyakini pembayaran dividen kepada pemegang saham akan lebih besar pula. *Collateralizable Assets*, Rasio aktiva

tetap pada aktiva total dipertimbangkan sebagai *collateralizable assets* yang dimiliki oleh perusahaan dan memiliki hubungan positif dengan *dividend payout ratio*. Variabel ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Alli *et al.* (1993)

Nugrahaini (2002) meneliti tentang adanya hubungan yang interdependensi antara kebijakan *insider ownership*, *debt* dan *dividend*. Data penelitian yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang memiliki variabel eksogen yakni RISK (resiko bisnis), PROFIT (profitability), GROWTH (tingkat pertumbuhan penjualan), FIX ASS (aktiva tetap), dan SIZE (ukuran perusahaan). Sedangkan variabel endogen dari model penelitian tersebut adalah INSIDER (insider ownership), DEBT (debt), dan DIVIDEND (dividend). Penelitian yang dilakukan oleh Nugrhaini menganalisa data perusahaan *cross-sectional time series* tahun 1997, 1998, 1999. Setiap perusahaan yang diikutkan dalam penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang memiliki data keuangan yang dibutuhkan dalam penelitian, terkecuali perusahaan yang bergerak di sektor keuangan, seperti perbankan dan asuransi, serta perusahaan BUMN.

Hasil penelitian Nugrahaini (2002) mendukung penelitian Jensen, *et al* (1992) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan secara interdependensi antara kebijakan *Insider Ownership*, *Debt* dan *Dividend*. Akan tetapi pada penelitian ini terdapat satu variabel yaitu debt yang tidak signifikan. Sedang untuk efek-efek dari karakteristik-karakteristik “riil” perusahaan menunjukkan bahwa tidak satu variabelpun berhubungan secara signifikan. Akan tetapi meskipun tidak signifikan, masing-masing tanda dari variabel-variabel tersebut adalah sudah sesuai dengan apriori dari

penelitian terdahulu (Jensen et al, 1992). Sehingga perilaku model dari hasil estimasi tersebut masih dapat dipakai *magnitude* atau perilaku *intuitive*-nya.

Saxena (1999) mengemukakan bahwa isu tentang dividen menjadi sangat penting dengan berbagai alasan antara lain: Pertama, peneliti menemukan bahwa perusahaan menggunakan dividen sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Kedua, dividen memegang peranan penting pada struktur permodalan perusahaan. Menurut teori *residual dividend*, perusahaan akan membayarkan dividen kepada pemegang saham hanya jika perusahaan tersebut sudah tidak mempunyai kesempatan melakukan suatu investasi yang menguntungkan, dalam hal ini *net present value* yang positif. Studi yang dilakukan oleh Saxena (1999) meneliti tentang faktor-faktor yang berpengaruh pada kebijakan perusahaan. Data dari penelitian yang dilakukan oleh Saxena (1999) ditemukan sampel sebanyak 333 perusahaan yang diambil berdasarkan kriteria tertentu dari edisi 1 – 10 yang bersumber pada *Value Line Investment Survey* tanggal 22 Desember 1989 sampai dengan 16 Maret 1990. Jumlah perusahaan yang menjadi populasi pada pengamatan pertama terdiri dari 500 perusahaan, dari populasi yang ada terdapat beberapa observasi tidak memiliki informasi yang lengkap ataupun variabel yang akan diteliti. Selain menggunakan data pada tahun yang sama, studi yang dilakukan Saxena menggunakan data lebih kurang selama 10 tahun setelah penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982). Variabel independen yang digunakan dalam penelitian yang

dilakukan oleh Saxena (1999) adalah pertumbuhan perusahaan (*growth*), *beta coefficient* perusahaan, jumlah pemegang saham biasa (*number of common stockholders*) pada perusahaan, kepemilikan *insider* (manajer, direktur dan eksekutif lainnya di perusahaan), dan *investment opportunity set* (rasio antara nilai pasar pada nilai buku perusahaan) Hasil dari penelitian ini menunjukkan variabel *growth*, *beta coefficient*, *investment opportunity set*, dan *insider ownership* berhubungan negatif pada *payout ratio* dan jumlah pemegang saham biasa memiliki hubungan positif terhadap *payout ratio*.

Sutrisno (1999) melakukan penelitian dengan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio*, model *Analysis of Moment Structure* (AMOS) digunakan untuk menguji tujuh variabel secara simultan yang diduga mempengaruhi DPR, yaitu: posisi kas, potensi pertumbuhan, size perusahaan, rasio hutang dan modal, profitabilitas, holding, dan DPR. Dengan menggunakan sampel dari perusahaan go publik selama periode 1991-1996, diperoleh sebanyak 148 observasi., hasil studi ini secara umum menunjukkan bahwa tidak semua faktor yang diteliti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Dari ketujuh variabel independen yang diduga mempengaruhi DPR, hanya kelompok *assets* saja yang berpengaruh signifikan terhadap DPR, sedangkan kelompok *earnings* kurang berpengaruh signifikan. Secara umum variabel independen posisi kas (*cash position*) dan *debt to equity ratio* (DER) berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR), sedangkan variabel yang lainnya tidak cukup signifikan. Hasil

studi ini mendukung teori keuangan, terutama yang berhubungan dengan kebijakan terhadap keputusan pembayaran *dividend*. Secara parsial posisi kas berhubungan secara positif signifikan terhadap *dividend payout ratio (DPR)*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi posisi kas suatu perusahaan akan semakin tinggi pula kemampuannya untuk membayarkan *dividend*. Hasil ini juga mendukung teori-teori yang mendasarinya yang telah dikaji dalam telaah literatur sebelumnya. Variabel *debt to equity ratio (DER)* secara parsial juga berhubungan secara negatif signifikan terhadap DPR. Penelitian yang dihasilkan oleh Sutrisno ini juga mendukung Chang dan Rhee (1990) dan teori-teori yang mendasarinya yang telah dikaji dalam telaah literatur sebelumnya.

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

| No | Peneliti | Variabel / Indikator | Model Analisis | Hasil |
|----|-----------------------------|---|----------------|---|
| 1 | Chang dan Rhee (1990) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Growth</i> ▪ <i>Earning variability</i> ▪ <i>Nondebt Tax shields</i> ▪ <i>Firm size</i> ▪ <i>Profitability</i> | Regresi | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Variabel <i>Growth</i> pada penelitian ini tidak signifikan tetapi tetap berpengaruh negatif pada <i>dividend payout ratio</i> ▪ Variabel <i>Earning variability</i>, <i>Nondebt tax shields</i>, <i>firm size</i> berpengaruh positif pada <i>dividend payout ratio</i> |
| 2 | Crutchley and Hansen (1989) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Managerial Ownership</i> ▪ <i>Leverage</i> ▪ <i>Dividend</i> ▪ <i>Diversification loss</i>, ▪ <i>Standard deviation of return</i>, ▪ <i>Firm size</i>, ▪ <i>Non debt tax shield</i> ▪ <i>Advertising, R&D</i> | OLS | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Rasio pembayaran dividen suatu perusahaan dipengaruhi oleh 5 karakteristik spesifik perusahaan, yaitu <i>diversification loss</i>, <i>standard deviation of return</i>, <i>firm size</i>, <i>non debt tax shield</i>, <i>advertising</i> dan <i>R&D</i> ▪ Kelima karakteristik diatas memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan <i>insider</i> |

| No | Peneliti | Variabel / Indikator | Model Analisis | Hasil |
|----|-----------------------------|--|----------------|--|
| | | | | <i>ownership, debt</i> dan <i>dividen</i> dengan meminimalkan <i>agency cost</i> . |
| 3 | Jensen, <i>et al</i> (1992) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Debt</i> ▪ <i>Dividend</i> ▪ <i>Insider Ownership</i> ▪ <i>Business Risk</i> ▪ <i>Profitability</i> ▪ <i>Growth</i> ▪ <i>Divisions</i> ▪ <i>Size</i> ▪ <i>Fixed Asset</i> | 3 SLS | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Bahwa kebijakan <i>insider ownership, debt</i> dan <i>dividend</i> yang dikaitkan dengan karakteristik – karakteristik perusahaan mempunyai hubungan yang interdependensi |
| 4 | Mollah (2000) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Insider Ownership</i> ▪ <i>Dispersion of Ownership</i> ▪ <i>Free Cash Flow</i> ▪ <i>Collateralizable Assets</i> | OLS | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Tidak ada pengaruh hubungan antara <i>agency cost</i> dengan <i>dividend payout ratio</i> ▪ Variabel <i>insider ownership</i> berpengaruh negatif dan <i>dispersion of ownership</i> yang diwakili oleh jumlah pemegang saham biasa berpengaruh positif pada <i>dividend payout ratio</i> ▪ Variabel <i>collateralizable assets</i> berpengaruh positif pada <i>dividend payout ratio</i> ▪ Studi ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Titman dan Wessel (1988) dan Alli <i>et al.</i> (1993) |
| 5 | Nugrahaini (2002) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Insider Ownership</i> ▪ <i>Debt</i> ▪ <i>Dividend</i> ▪ <i>Business Risk</i> ▪ <i>Profit</i> ▪ <i>Growth</i> ▪ <i>Size</i> ▪ <i>Fixed Asset</i> | 3 SLS | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Bahwa terdapat hubungan secara interdependensi antara kebijakan <i>Insider Ownership, Debt</i> dan <i>Dividend</i>. ▪ Efek-efek dari karakteristik-karakteristik “riil” perusahaan menunjukkan bahwa tidak satu variabelpun berhubungan secara signifikan |

| No | Peneliti | Variabel / Indikator | Model Analisis | Hasil |
|----|-----------------|--|-----------------|---|
| 6 | Saxena (1999) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Growth</i> ▪ <i>Beta coefficient</i> ▪ <i>Number of common stockholders</i> ▪ <i>Insider</i> ▪ <i>Investment opportunity set</i> | Regresi | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Variabel <i>Growth</i>, <i>Beta coefficient</i>, <i>Insider</i> dan <i>Investment opportunity set</i> berpengaruh negatif pada <i>dividend payout ratio</i> ▪ Variabel <i>number of common stockholder</i> berpengaruh positif pada <i>dividend payout ratio</i> |
| 7 | Sutrisno (1999) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Cash Position</i> ▪ <i>Growth Potential</i> ▪ <i>Firm Size</i> ▪ <i>Debt to Equity</i> ▪ <i>Profitability</i> ▪ <i>Dividend Payout Ratio</i> | LISREL/ AMOS | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Variabel independen <i>Cash Position</i> dan <i>Debt to Equity Ratio</i> berpengaruh signifikan terhadap DPR. Hal ini disebabkan karena penentu kebijakan <i>dividend</i> secara teoritis sangat erat berhubungan dengan posisi kas perusahaan, jumlah kewajiban, dan besarnya laba ditahan. ▪ Studi ini mendukung teori keuangan, terutama yang berhubungan dengan kebijakan terhadap keputusan pembayaran <i>dividend</i>. |

Sumber : berbagai jurnal dan tesis

Berdasarkan penelitian – penelitian terdahulu diatas, maka penelitian ini akan mereplikasi penelitian Sutrisno. Dengan persamaan antara lain variabel-variabel yang akan digunakan seperti posisi kas dan posisi hutang terhadap modal . Adapun perbedaan dari penelitian Sutrisno adalah jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian Sutrisno adalah seluruh perusahaan yang terdaftar pada PT. Bursa Efek Jakarta sejak tahun 1991 – 1996 yang kemudian diperoleh sebanyak 148 observasi sedangkan penelitian ini memfokuskan pada industri manufaktur yang terdaftar di PT. Bursa Efek Jakarta selama periode 1998 – 2000. Dalam penelitian ini diperoleh 96

observasi yang terdiri dari 32 perusahaan yang memiliki laporan keuangan sesuai dengan syarat penelitian ini.

Penelitian ini menambahkan variabel *insider ownership* yang berbeda dengan penelitian sebelumnya, hal ini disebabkan karena pengaruh *insider ownership* (kepemilikan oleh *insider*) sangat besar pengaruhnya pada penetapan kebijakan dividen perusahaan. Kepemilikan oleh *insider* adalah kepemilikan oleh manajer, keluarga atau kerabat yang juga menjadi pemilik perusahaan. *Insider Ownership* sangat berpengaruh kepada keputusan manajemen karena pemilik biasanya lebih suka menginvestasikan labanya untuk mengharapkan pertumbuhan dan kelangsungan hidup perusahaan. Jika dilihat dari sisi pemegang saham, laba yang diperoleh perusahaan diharapkan dapat dibagi dan didistribusikan sebagai dividen. Hal inilah yang menjadi pertimbangan mengapa dalam kebijakan dividen faktor kepemilikan sangat berpengaruh.

2.2 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan landasan teoritis dan hasil penelitian empiris di atas, berikut adalah perilaku variabel-variabel independen yang berpengaruh terhadap variabel dependen:

1. *Cash Position*

Merupakan faktor yang penting yang harus dipertimbangkan sebelum memutuskan besarnya pembayaran dividen kepada pemegang saham. Pembayaran dividen merupakan arus kas keluar, *free cash flow* yang tinggi

akan memungkinkan perusahaan lebih berfokus pada pembayaran dividen atau menyelesaikan hutang untuk mengurangi biaya keagenan (Mollah *et al.* 2000). Sehingga semakin kuat posisi kas perusahaan, berarti semakin besar kemampuan untuk membayar dividen. Sehingga antara variabel *cash position* mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* (Goffrey, 1987).

2. Variabel *Debt*

Debt to Equity Ratio (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Perusahaan-perusahaan yang *profitable* memiliki lebih banyak *earnings* yang tersedia untuk retensi atau investasi dan karenanya, akan cenderung membangun *equitas* mereka relatif terhadap *debt*. Jika beban hutang semakin tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk membagi *dividend* akan semakin rendah, sehingga DER mempunyai pengaruh negatif dengan *dividend payout ratio*.

3. Variabel *Insider Ownership*

Variabel ini diberi simbol INSIDER. Diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh *insider*. *Insider ownership* adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan

keputusan perusahaan (manajer, direktur, dan komisaris). *Insider ownership* adalah persentase kepemilikan saham langsung atau tidak langsung yang di kontrol oleh manajer, keluarga atau perusahaan keluarga yang dilaporkan pada laporan tahunan perusahaan. Dalam tingkat kepemilikan tertentu, *insider ownership* yang tinggi dapat mengurangi biaya keagenan dan mengakibatkan kebijakan dividen menjadi kurang penting sebagai sarana monitoring. Variabel *insider ownership* berpengaruh negatif pada *dividend payout ratio*.

4. Variabel Pertumbuhan Perusahaan

Variabel ini diberi simbol GROWTH. Variabel ini diperoleh dengan menghitung tingkat pertumbuhan aset perusahaan. Manajer dalam bisnis perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak dan mengharapkan kinerja dari dividen akan lebih kuat dalam pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan (Charitou dan Vafeas, 1998). Menurut teori *residual dividend*, perusahaan akan membayar dividennya jika hanya tidak memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara pertumbuhan perusahaan dan pembayaran dividen.

5. Variabel Ukuran Perusahaan

Variabel ini diberi simbol SIZE. Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang sahamnya, sehingga antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan yang positif. (Cleary , 1999). Suatu perusahaan besar dan mapan akan mudah untuk menuju ke pasar modal. Karena kemudahan untuk berhubungan dengan pasar modal maka berarti fleksibilitas lebih besar dan kemampuan untuk mendapatkan dana dalam jangka pendek, perusahaan besar dapat mengusahakan pembayaran dividen yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil.

6. Variabel Profitabilitas

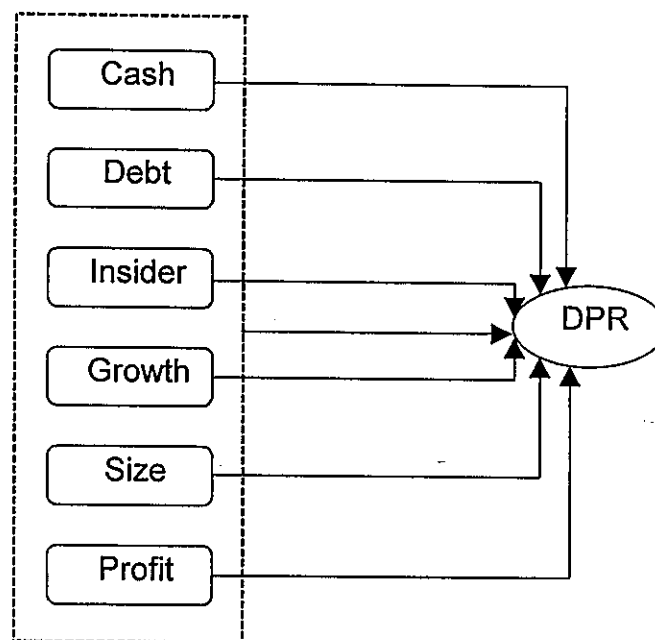
Variabel ini diberi simbol PROFIT. Dividen adalah merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh sebab itu dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*.

7. Variabel *Dividend Payout Ratio*

Variabel ini diberi simbol DIVIDEND. Variabel ini merupakan rasio perbandingan antara *earning per share* dan *dividend per share*.

Dari penjelasan secara ringkas diatas maka dapatlah dibuat skema hubungan antara *Cash*, *Debt*, *Insider Ownership*, *Growth*, *Size* dan *Profit* terhadap *Dividend Payout Ratio* sebagai berikut:

Gambar 2.1
Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*



2.3 HIPOTESIS

Mengacu pada perumusan masalah yang ada, maka hipotesis yang akan diajukan adalah:

1. Terdapat pengaruh positif yang signifikan antara *cash* terhadap *dividend payout ratio*
2. Terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara *debt ratio* terhadap *dividend payout ratio*
3. Terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara *insider ownership* terhadap *dividend payout ratio*
4. Terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara *growth* terhadap *dividend payout ratio*
5. Terdapat pengaruh positif yang signifikan antara *size* terhadap *dividend payout ratio*
6. Terdapat pengaruh positif yang signifikan antara *profit* terhadap *dividend payout ratio*
7. Terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap *dividend payout ratio*

BAB III

METODE PENELITIAN

Metode penelitian yang digunakan adalah metode penelitian dengan melakukan pengujian hipotesis baik secara parsial maupun secara simultan.

3.1 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang menjadi obyek studi ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai dengan tanggal 31 Desember 2000. Pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode penggabungan atau *pooling data* (*time series cross-sectional*). *Pooling data* dilakukan dengan menjumlahkan perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian pada periode tiga tahun penelitian, yaitu tahun 1998, 1999 dan 2000. Keunggulan pengumpulan sampel secara *pooling data* dengan diperolehnya jumlah sampel yang lebih besar, maka diharapkan dapat meningkatkan *power of test* pada penelitian ini.

Pengambilan sampel penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling* (Cooper dan Emory, 1995). Dengan menggunakan tipe *judgement sampling*, yaitu pemilihan anggota sampel dengan mendasarkan beberapa kriteria tertentu. Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar sebanyak 151 perusahaan, dari populasi yang ada diambil sebanyak 32 perusahaan dengan kriteria sebagai berikut; (1) perusahaan terdaftar di PT. Bursa Efek Jakarta dan secara berturut-turut melaporkan Laporan Keuangannya sejak tahun 1998-2000 , (2) data perusahaan lengkap dengan faktor-

faktor (variabel independen) yang akan diteliti.(3) *dividend payout ratio* (DPR) lebih kecil atau sama dengan satu, karena untuk menghindari indikasi gulung tikar bagi emiten.

3.2 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder.

Semua sumber data yang digunakan untuk menghitung tiap-tiap faktor dalam studi ini diperoleh dari:

1. *Indonesian Capital Market Directory.*
2. *Jakarta Stock Exchange Monthly Statistic.*
3. Jurnal Pasar Modal
4. Dan sumber lainnya.

3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Berikut ini akan dijelaskan variabel-variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini terdiri dari :

1. Variabel *Dividend Payout Ratio*

Variabel ini diberi simbol DPR. Variabel ini merupakan rasio pembayaran *dividend* terhadap *earning after tax*. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 - 2001 pada bagian *summary of financial statement*.

2. Variabel *Cash Position*

Variabel ini diberi simbol Cash. Variabel ini merupakan rasio jumlah kas pada akhir tahun terhadap *earning after tax*. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 – 2001 pada bagian *summary of financial statement*.

3. Variabel *Debt*

Variabel ini diberi simbol DEBT. Diukur dengan membagi jumlah hutang jangka panjang dengan nilai buku total *equity*. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 - 2001 pada bagian *summary of financial statement*.

4. Variabel *Insider Ownership*

Variabel ini diberi simbol INSIDER. Diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh *insider*. *Insider ownership* adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (manajer, direktur, dan komisaris). Variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 - 2001 pada bagian *shareholder ownership*.

5. Variabel Pertumbuhan Perusahaan

Variabel ini diberi simbol GROWTH. Variabel ini diperoleh dengan menghitung rata-rata tingkat pertumbuhan total aktiva selama tiga tahun. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 - 2001 pada bagian *summary of financial statement*.

6. Variabel Ukuran Perusahaan

Variabel ini diberi simbol SIZE. Variabel ini diukur dengan *natural logarithm* dari total aktiva. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 – 2001 pada bagian *summary of financial statement*.

7. Variabel Profitabilitas

Variabel ini diberi simbol PROFIT. Variabel ini merupakan rasio *earning after tax* terhadap total asset. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 - 2001 pada bagian *summary of financial statement*.

Berdasarkan uraian diatas, maka definisi operasional dan pengukuran variabel penelitian ini secara singkat dapat dilihat pada Tabel 3.1 berikut ini:

Tabel 3.1
Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

| JENIS VARIABEL | KETERANGAN | SIMBOL | SKALA | PENGUKURAN |
|----------------|-------------------------------|---------------------------|-------|--|
| DEPENDEN | <i>Dividend Payout Ratio</i> | DPR (Y _i) | Rasio | $\frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$ |
| INDEPENDEN | <i>Cash Position</i> | CASH (X ₁) | Rasio | $\frac{\text{Ending Cash Balance}}{\text{Earning After Tax}}$ |
| | <i>Debt to Equity</i> | DEBT (X ₂) | Rasio | $\frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Equity}}$ |
| | <i>Insider Ownership</i> | INSIDER (X ₃) | Rasio | $\frac{\% \text{ insider}}{\% \text{ kepemilikan saham}}$ |
| | <i>Pertumbuhan Perusahaan</i> | GROWTH (X ₄) | Rasio | $\frac{\text{Total asset}_t - \text{Total asset}_{t-1}}{\text{Total asset}_{t-1}}$ |
| | <i>Ukuran Perusahaan</i> | SIZE (X ₅) | Rasio | Ln of Total Asset |
| | <i>Profitabilitas</i> | PROFIT (X ₆) | Rasio | $\frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Asset}}$ |

3.4 Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode analisis regresi linier berganda. Pengujian terhadap hipotesis baik secara parsial maupun simultan, dilakukan setelah model regresi yang digunakan bebas dari pelanggaran asumsi klasik. Tujuannya adalah agar supaya hasil penelitian ini dapat diinterpretasikan secara tepat dan efisien. Interpretasi hasil penelitian, baik secara

parsial melalui uji-t maupun secara simultan melalui uji F, hanya dilakukan terhadap variabel-variabel independen yang secara statistik mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

3.5 Perumusan Model

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah model regresi linier berganda (*linear regression method*). Model analisis statistik ini dipilih karena penelitian ini dirancang untuk meneliti variabel-variabel bebas yang berpengaruh terhadap variabel terikat dengan menggunakan data *time series cross section (pooling data)* atau menurut Moh'd, et al . (1998), disebut dengan Pooled TCSS OLS yang dirumuskan dengan model sebagai berikut:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + e$$

Dimana :

(Y_i) = DPR

(X₁) = Cash

(X₂) = Debt

(X₃) = Insider

(X₄) = Growth

(X₅) = Size

(X₆) = Profit

β_0 = constant for manufacture industry

$\beta_1, \beta_2 \dots, \beta_6$ = regression coefficient for manufacture industry

e = error term

3.6 Pengujian Asumsi Klasik

Penggunaan model regresi berganda dalam menguji hipotesis haruslah menghindari kemungkinan terjadinya penyimpangan asumsi klasik. Dalam penelitian ini asumsi klasik yang dianggap penting adalah tidak terjadi multiokolinearitas antar variabel independen, tidak terjadi heteroskedastisitas atau varian variabel pengganggu yang konstan (homoskedastisitas) dan tidak terjadi autokorelasi antar residual setiap variabel independen (Gujarati, 1995).

3.6.1 Uji Multikolinearitas

Pengujian terhadap gejala multikolinearitas ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi/hubungan yang kuat antar variabel-variabel independen dalam model persamaan regresi. Adanya multikolinearitas dalam model persamaan regresi yang digunakan akan mengakibatkan ketidakpastian estimasi, sehingga mengarahkan kesimpulan yang meneriam hipotesis nol. Hal ini menyebabkan koefisien regresi menjadi tidak signifikan dan standar deviasi sangat sensitive terhadap perubahan data (Gujarati, 1995). Dengan demikian variabel-variabel yang

mempunyai indikasi kuat terhadap pelanggaran asumsi klasik akan dikeluarkan dari model penelitian.

Gejala multikolinearitas dideteksi dengan menggunakan perhitungan *Tolerance* (TOL) dan *Variance Inflation Factor* (VIF) serta *Person Correlation Matrix*. Menurut Gujarati (1995) semakin besar nilai VIF maka semakin bermasalah atau semakin tinggi kolinearitas antar variabel independen. Sebagai *rule of thumb* adalah jika nilai $VIF = 1$, menunjukkan tidak adanya kolinearitas antar variabel independen, dan bila nilai $VIF < 10$, maka tingkat multikolinearitasnya belum tergolong berbahaya. Sedangkan nilai *Tolerance* (TOL) berkisar antara 0 dan 1. Jika $TOL = 1$, maka tidak terdapat kolinearitas antar variabel independen. Jika $TOL = 0$, maka terdapat kolinearitas yang tinggi dan sempurna antar variabel independen. Sebagai *rule of thumb*, jika nilai $TOL > 0.10$, maka tidak terdapat kolinearitas yang tinggi antar variabel independen (Hair, 1992). Selanjutnya *Person Correlation Matrix* digunakan untuk mengetahui nilai koefisien korelasi antar variabel independen. Jika nilai koefisien < 0.80 maka tidak terdapat multikolinearitas yang berbahaya dalam model penelitian (Gujarati, 1995). Menurut Hair *et al.* (1992), tingkat multikolinearitas adalah berbahaya bila nilai $VIF < 10$, namun demikian, setiap analisis dapat menentukan sendiri berapa besarnya nilai TOL dan VIF yang diinginkan, karena gejala multikolinearitas tersebut akan selalu ada dalam setiap model penelitian.

3.6.2 Uji Autokorelasi

Autokorelasi yaitu adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (*time series*). Apabila terjadi gejala autokorelasi maka *estimator least square* masih tidak bias, tetapi menjadi tidak efisien. Dengan demikian, koefisien estimasi yang diperoleh menjadi tidak akurat (Gujarati, 1995). Untuk mendeteksi gejala autokorelasi digunakan *Durbin-Watson d Statistic Test*. Sebagai *rule of thumb* adalah jika $0 < d < d_i$ atau $d_i < d < d_u$, maka tidak terdapat autokorelasi positif di dalam model regresi. Jika $4 - d_i < d < 4$ atau $4 - d_u < d < 4 - d_i$, maka tidak terdapat autokorelasi negatif di dalam model persamaan regresi. Sedangkan jika $d_u < d < 4 - d_u$, maka tidak terdapat autokorelasi baik positif maupun negatif di dalam model persamaan regresi yang digunakan (Gujarati, 1995).

3.6.3 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas yaitu variabel pengganggu (e_i) yang memiliki variabel yang berbeda dari satu observasi ke observasi lainnya atau varian antar variabel independen tidak sama. Hal ini melanggar asumsi homoskedastisitas yaitu variabel penjelas memiliki varian yang sama (konstan). Untuk mendeteksi adanya gejala heteroskedastisitas dalam model persamaan regresi digunakan metode Glejser, dengan langkah-langkah sebagai berikut;

Pertama, melakukan regresi sederhana antara nilai absolut e_i dan tiap-tiap variabel independen. Apabila ditemukan nilai hitung $t_{hitung} > t_{tabel}$ di antara hasil regresi tersebut, maka pada model terjadi heteroskedastisitas. Dengan kriteria lain terjadinya

heteroskedastisitas apabila koefisien regresi suatu variabel bebas, secara signifikan tidak sama dengan nol. Gejala ini dapat diatasi dengan cara kedua, yaitu dengan membagi model regresi asal dengan salah satu variabel bebas yang memiliki koefisien yang tertinggi dengan residualnya.

3.7 Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan sebuah model regresi linier berganda yang digunakan bebas dari pelanggaran asumsi klasik. Tujuannya adalah agar hasil perhitungan tersebut dapat diinterpretasikan secara tepat dan efisien. Interpretasi hasil penelitian, baik secara parsial melalui uji-t maupun secara bersama-sama melalui uji-F, hanya dilakukan terhadap variabel-variabel independen yang secara statistik mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

3.7.1 Uji – t

Uji t dilakukan untuk menguji secara parsial untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian secara individual berpengaruh terhadap variabel dependen dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Merumuskan hipotesis

$H_0 : b_i = 0$ artinya tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel X_i (*independent variables*) terhadap variabel Y (*dependent variable*).

$H_a : b_i \neq 0$ artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel X_i (*independent variables*) terhadap variabel Y (*dependent variable*).

Dimana $b_i = b_1, b_2, \dots, b_5$ = koefisien perubahan nilai tiap-tiap variabel independen.

2. Menentukan signifikan (S_i) sebesar 5% dan *degree of freedom* ($df = n - k$) untuk menentukan nilai t_{tabel} , dimana;

n = jumlah sampel

k = jumlah variabel

3. Menghitung nilai t dengan rumus sebagai berikut:

$$t_{hitung} = \frac{b_n}{S_e(b_n)}$$

dimana $S_e(b_n)$ adalah standar deviasi koefisien variabel independen ke- n

4. Kesimpulan

H_0 ditolak jika $t_{hitung} < t_{tabel}$

H_0 diterima jika $t_{hitung} > t_{tabel}$

3.7.2 Uji – F

Uji F dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian secara bersama-sama mampu menjelaskan variabel dependen dengan langkah-langkah sebagai berikut;

1. Merumuskan hipotesis

$H_0 : b_1 = b_2 = \dots = b_5 = 0$ artinya secara bersama-sama tidak ada pengaruh yang signifikan dari semua variabel X (*independent variables*) terhadap variabel Y (*dependent variable*).

$H_0 : b_1 = b_2 = \dots = b_5 \neq 0$ artinya secara bersama-sama terdapat pengaruh yang signifikan dari semua variabel X (*independent variables*) terhadap variabel Y (*dependent variable*).

2. Menentukan signifikan level sebesar 5% dan *degree of freedom* ($df = (k-1)(n-k)$) untuk menentukan nilai F_{tabel}
3. Menghitung nilai F dengan rumus sebagai berikut;

$$F_{hitung} = \frac{R^2 / k - 1}{(1 - R^2) / (n - k)}$$

dimana :

R^2 = *Explained Sum Square* (ESS)

$1 - R^2$ = *Residual Sum Square* (RSS)

n = jumlah observasi

k = jumlah variabel

4. Kesimpulan:

H_0 ditolak jika $F_{hitung} > F_{tabel}$

H_0 diterima jika $F_{hitung} > F_{tabel}$

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Obyek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1998, 1999 dan 2000, dipublikasikan pada *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 – 2001.

Dalam gambaran umum ini akan dibahas mengenai aset perusahaan dan rincian jenis usaha perusahaan yang menjadi obyek dalam penelitian.

4.1.1 Aset Perusahaan

Dalam penyajian asset perusahaan, besarnya aset digolongkan menjadi aset yang kurang dari 100 milyar, antara 101 milyar dan 500 milyar, antara 501 milyar dan 1 trilyun, dan diatas 1 trilyun. Adapun komposisi aset dapat dilihat pada tabel 4.1 dibawah ini :

Tabel 4.1
Aset Perusahaan

| Ukuran | Jumlah | Persentase |
|--------------------------------|--------|------------|
| Kurang dari 100 milyar | 3 | 9.38% |
| Antara 101 milyar - 500 milyar | 19 | 59.38% |
| Antara 500 milyar – 1 trilyun | 4 | 12.50% |
| Lebih dari 1 trilyun | 6 | 18.75% |
| Jumlah | 32 | 100.00% |

Sumber: diolah dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 – 2001

4.1.2 Rincian Jenis Usaha Perusahaan

Adapun rincian jenis usaha perusahaan yang menjadi obyek dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.2 dibawah ini :

Tabel 4.2
Perusahaan-Perusahaan di Bursa Efek Jakarta
Yang Menjadi Sampel Penelitian

| No. | Golongan Usaha | Nama Perusahaan | Jumlah |
|-----|------------------------------------|--|-----------|
| 1 | Food & Beverages | PT. Aqua Golden Mississippi PT. Delta Jakarta PT. Fast Food Indonesia PT. Indofood Sukses Makmur PT. Multi Bintang PT. Sari Husada PT. Siantar Top | 7 |
| 2 | Tobacco Products | PT. Bat Indonesia PT. Gudang Garam PT. Hanjaya M. Sampoerna | 3 |
| 3 | Textile Mill Products | PT. Eratex Djaja PT. Roda Vivatex | 2 |
| 4 | Apparel and Other Textile Products | PT. Fortune Mate Indonsia PT. Sepatu Bata PT. Surya Intrindo Makmur | 3 |
| 5 | Chemical and Allied Products | PT. Lautan Luas | 1 |
| 6 | Adhesive | PT. Duta Pertiwi PT. Ekadharma Tape PT. Intan Wijaya PT. Kurnia Kapuas Utama Glue | 4 |
| 7 | Plastics and Glass Products | PT. Asahimas Flat PT. Igar Jaya | 2 |
| 8 | Cement | PT. Semen Gresik | 1 |
| 9 | Metal and Allied Products | PT. Lion Metal Work | 1 |
| 10 | Fabricated Metal Products | PT. Kedaung Indah Can | 1 |
| 11 | Electric and Electronic Equipment | PT. Metrodata Electronics | 1 |
| 12 | Automotif and Allied Products | PT. Andhi Chandra Automotif PT. Goodyear Indonesia PT. Selamat Sempurna | 3 |
| 13 | Consumer Goods | PT. Mandom Indonesia PT. Mustika Ratu PT. Unilever Indonesia | 3 |
| | | | 32 |

Sumber : diolah dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 – 2001

Berdasarkan tabel diatas, diketahui bahwa perusahaan yang terdapat pada kelompok usaha *Food & Beverages* ternyata paling banyak menjadi sampel dalam penelitian ini, yaitu berjumlah 7 perusahaan.

4.1.3 Deskriptif Statistik Variabel Penelitian

Berdasarkan jumlah sampel perusahaan yang disebutkan diatas, maka akan diketahui statistik deskriptif variabel yang berfungsi untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan. Dalam hal ini meliputi jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata sampel (*mean*), serta tingkat penyimpangan penyebaran data (*standard deviation*). Tabel 4.3 akan memperlihatkan deskriptif statistik variabel dari sampel.

Tabel 4.3
Statistik Deskriptif Variabel

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation | Variance |
|--------------------|----|---------|---------|-----------|----------------|----------|
| CASH | 96 | -8.5214 | 23.4939 | 1.777157 | 3.71371 | 13.792 |
| DEBT | 96 | 0.089 | 10.1 | 1.218552 | 1.553677 | 2.414 |
| INSIDER OWNERSHIP | 96 | 0 | 0.3871 | 4.24E-02 | 7.49E-02 | 5.61E-03 |
| GROWTH | 96 | -0.2644 | 1.9595 | 0.266477 | 0.337961 | 0.114 |
| SIZE | 96 | 10.3703 | 16.2212 | 12.880692 | 1.337874 | 1.79 |
| PROFIT | 96 | -0.2611 | 0.3337 | 0.107857 | 8.97E-02 | 8.05E-03 |
| DIVIDEND | 96 | 0 | 0.983 | 0.247174 | 0.215417 | 4.64E-02 |
| Valid N (listwise) | 96 | | | | | |

Sumber : diolah dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 – 2001.

Berdasarkan tabel 4.3 maka dapat diketahui nilai maksimum, nilai minimum, nilai rata-rata, standar deviasinya serta nilai varian untuk masing- masing variabel sebagai berikut :

Deskripsi data untuk variabel *CASH* adalah nilai maksimum sebesar 23.4939, nilai minimum adalah -8.5214. Adapun nilai rata-rata (*mean*) adalah 1.7772, sedang nilai simpangan bakunya (*standard deviation*) variabel sebesar 3.7137 dengan nilai *variance* sebesar 13.7920.

Deskripsi data untuk variabel *DEBT* adalah nilai maksimum sebesar 10.1000, nilai minimum adalah 0.0890. Adapun nilai rata-rata (*mean*) adalah 1.2186, sedang nilai simpangan bakunya (*standard deviation*) variabel sebesar 1.5536 dengan nilai *variance* sebesar 2.4140.

Deskripsi data untuk variabel *INSIDER OWNERSHIP* adalah nilai maksimum sebesar 0.3871, nilai minimum adalah 0.00. Adapun nilai rata-rata (*mean*) adalah 0.0424, sedang nilai simpangan bakunya (*standard deviation*) variabel sebesar 0.0749 dengan nilai *variance* sebesar 0.0056.

Deskripsi data untuk variabel *GROWHT* adalah nilai maksimum sebesar 1.9595, nilai minimum adalah -0.2644. Adapun nilai rata-rata (*mean*) adalah 0.2664, sedang nilai simpangan bakunya (*standard deviation*) variabel sebesar 0.3379 dengan nilai *variance* sebesar 0.114.

Deskripsi data untuk variabel *SIZE* adalah nilai maksimum sebesar 16.2212, nilai minimum adalah 10.3703. Adapun nilai rata-rata (*mean*) adalah 12.8807, sedang nilai simpangan bakunya (*standard deviation*) variabel sebesar 1.3379 dengan nilai *variance* sebesar 1.7900.

Deskripsi data untuk variabel *PROFIT* adalah nilai maksimum sebesar 0.3337, nilai minimum adalah -0.2611. Adapun nilai rata-rata (*mean*) adalah 0.1078,

sedang nilai simpangan bakunya (*standard deviation*) variabel sebesar 0.0897 dengan nilai *variance* sebesar 0.0080.

Deskripsi data untuk variabel *DIVIDEND* adalah nilai maksimum sebesar 0.9830, nilai minimum adalah 0.0000. Adapun nilai rata-rata (*mean*) adalah 0.2472, sedang nilai simpangan bakunya (*standard deviation*) variabel sebesar 0.2154 dengan nilai *variance* sebesar 0.0464.

4.2 Proses dan Hasil Analisis

4.2.1 Pengujian Asumsi Klasik

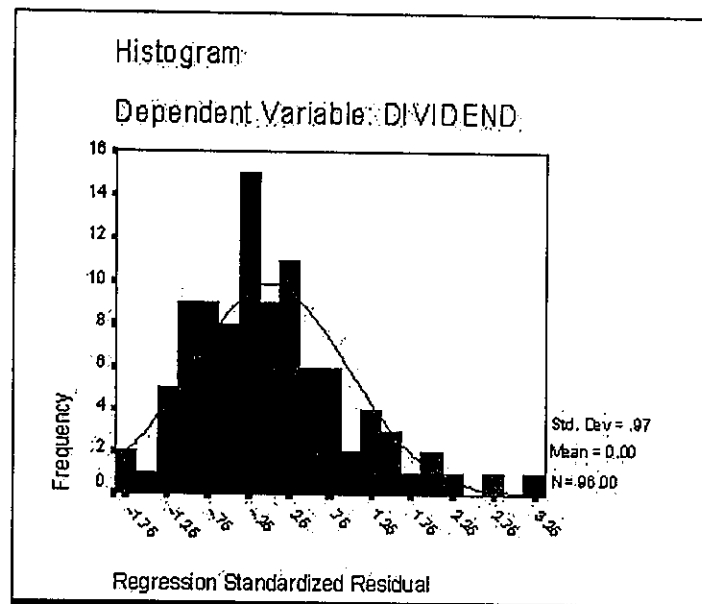
Menurut Algifari (1997) suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *Best, Linearity, Unbiased, Estimated* (BLUE). Kondisi ini akan terjadi jika dipenuhi beberapa asumsi klasik sebagai berikut:

4.2.1.1 Uji Normalitas Data

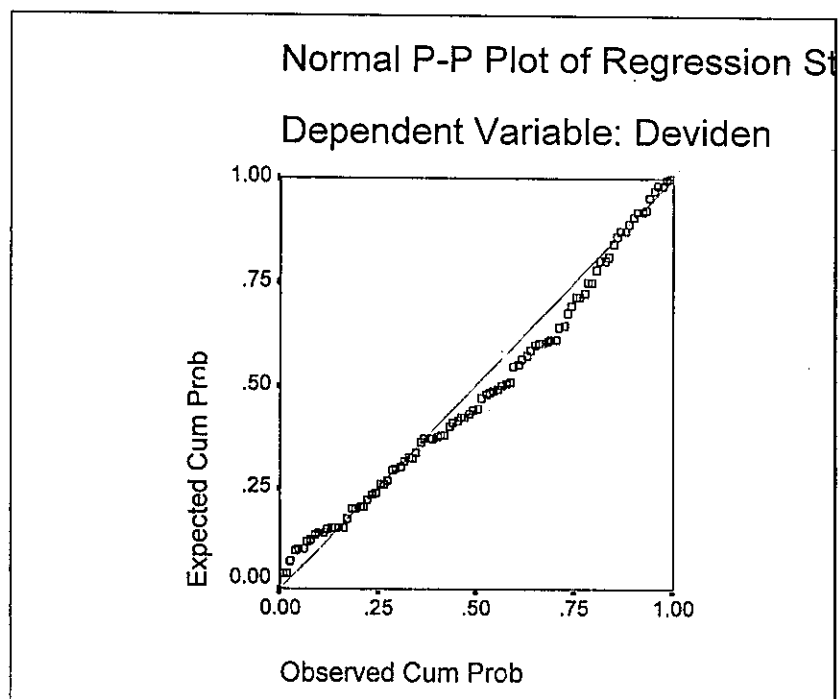
Uji normalitas data dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Uji normalitas data dalam penelitian ini terdiri dari analisis grafik uji normalitas *histogram* dan grafik uji normalitas *normal plot*.

Pada gambar berikut disajikan hasil analisis grafik histogram dan grafik normal plot:

Gambar 4.1
Hasil Analisis Grafik Uji Normalitas - Histogram



Gambar 4.2
Hasil Analisis Grafik Uji Normalitas - Normal Plot



Pedoman bahwa suatu model regresi memenuhi asumsi normalitas dengan menggunakan analisis tabel adalah data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. (Ghozali, 2001).

Dari gambar diatas dapat disimpulkan bahwa grafik histogram memberikan pola distribusi mendekati normal dan pada grafik *normal plot* data menyebar di sekitar garis diagonal. Kedua grafik ini menunjukkan bahwa model regresi tersebut layak dipakai karena memenuhi asumsi normalitas.

4.2.1.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas ini bertujuan untuk mengetahui apakah tiap-tiap variabel independen saling berhubungan secara linier. Pengujian ini dilakukan dengan:

1. Matriks korelasi variabel-variabel independen

Multikolinearitas terjadi jika antar variabel independen ada korelasi yang cukup tinggi (umumnya diatas 0.90)(Ghozali, 2001). Berikut ini akan disajikan hasil analisis korelasi untuk menggambarkan antar variabel independen.

Tabel 4.4
Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Independen

| Variabel | Dividend | Cash | Debt | Insider | Growth | Size | Profit |
|----------|----------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|
| Dividend | 1.0000 | | | | | | |
| Cash | 0.1520 | 1.0000 | | | | | |
| Debt | -0.2630 | 0.1330 | 1.0000 | | | | |
| Insider | -0.0750 | -0.0550 | -0.0730 | 1.0000 | | | |
| Growth | -0.1890 | 0.0590 | -0.0660 | -0.0810 | 1.0000 | | |
| Size | 0.1750 | 0.0070 | 0.2460 | -0.1030 | 0.0340 | 1.0000 | |
| Profit | 0.3550 | -0.1640 | -0.4220 | 0.1980 | 0.0420 | -0.0690 | 1.0000 |

Sumber: Data Sekunder, diolah

Dari tabel diatas, tampak bahwa korelasi antara variabel-variabel independen menunjukkan tidak adanya korelasi yang mempunyai nilai lebih besar dari 0.90. Sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat multikolinearitas pada variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini.

2. Dengan melihat besaran *variance inflation factor* (VIF) dan *tolerance*.

Nilai *cut-off* yang umum dipakai untuk melihat ada tidaknya multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi adalah dengan melihat *tolerance value* dari semua variabel mempunyai nilai di atas 0.10 dan nilai *variance inflation factor* (VIF) dibawah 10 (Ghozali, 2001).

Berikut ini disajikan besaran *variance inflation factor* (VIF) dan *tolerance*:

Tabel 4.5
Hasil Uji Multikolinearitas
Berdasarkan Nilai Tolerance dan VIF

| Variabel | Tolerance | VIF |
|----------|-----------|--------|
| Cash | 0.9620 | 1.0390 |
| Debt | 0.7660 | 1.3060 |
| Insider | 0.9440 | 1.0590 |
| Growth | 0.9800 | 1.0200 |
| Size | 0.9270 | 1.0790 |
| Profit | 0.7800 | 1.2820 |

Sumber: Data Sekunder , diolah

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa *tolerance value* semua variabel berada diatas 0.10 dan nilai *variance inflation factor* (VIF) dibawah 10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas dalam persamaan regresi berganda.

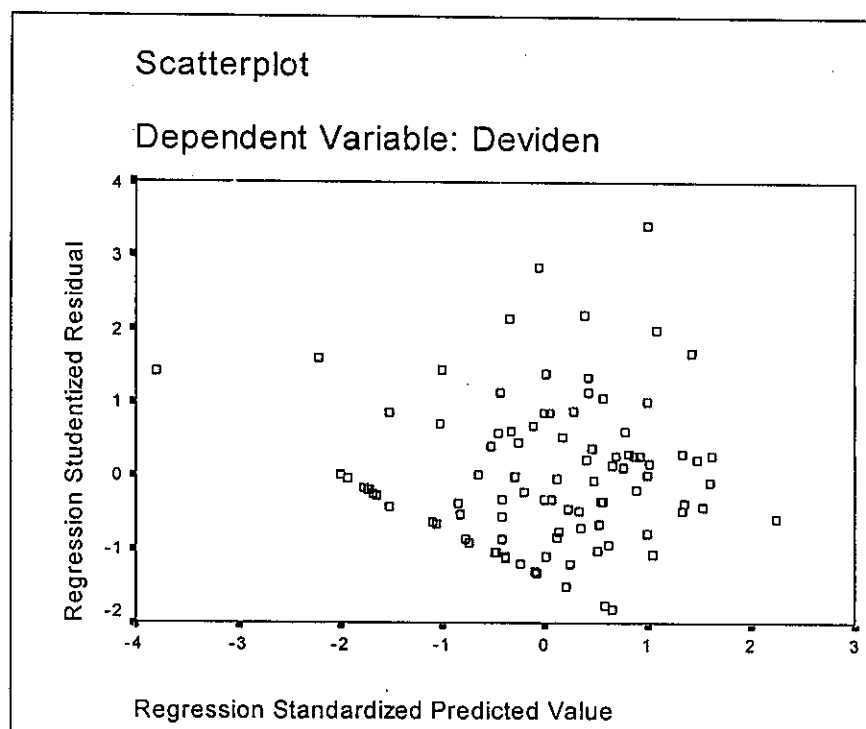
4.2.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas ini bertujuan untuk mengetahui varian variabel dalam model sama (konstan) atau tidak. Jika tidak maka terdapat heteroskedastisitas. Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan analisis grafik dan uji *Glejser* (hal ini dilakukan karena data yang digunakan adalah *time series cross section*).

1. Analisis Grafik

Pedoman bahwa suatu model regresi linier terdapat heteroskedastisitas dengan menggunakan analisis grafik adalah jika pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Tetapi jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2001). Berikut ini disajikan gambar hasil dari analisis grafik:

Gambar 4.3
Hasil Analisis Grafik Uji Heteroskedastisitas



Dari gambar di atas dapat dilihat bahwa tidak ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), selain itu tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

2. Metode *Glejser*

Uji *Glejser* dilakukan dengan meregresikan residual persamaan dengan nilai variabel dependennya. Menurut Gunawan Sumodinigrat (1996) metode ini lebih tepat digunakan untuk data yang bersifat *cross section*. Pada uji *Glejser* ini apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas (Gunawan Sumodiningrat, 1996, Gujarati, 1995). Gejala heteroskedastisitas akan nampak apabila nilai signifikan t lebih kecil dari taraf signifikannya (nilai sig t < 0.05).

Adapun bentuk persamaan regresi residual dalam uji *Glejser* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

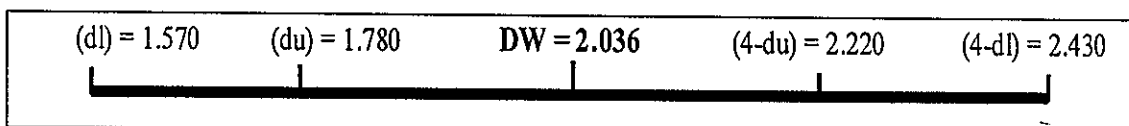
$$\begin{array}{rcll}
 \text{ABSUT} & = & 2.863 - & 0.560 \text{ CASH} - & 0.680 \text{ DEBT} - & 1.302 \text{ INSIDER} - \\
 & & 0.808 \text{ GROWTH} - & 1.547 \text{ SIZE} + & 0.372 \text{ PROFIT} & \\
 \text{PROB. (Value)=} & & (0.577) & & (0.498) & (0.196) \\
 & & (0.421) & & (0.126) & (0.711)
 \end{array}$$

Dari uji *Glejser* yang dilakukan diketahui bahwa nilai probabilitas tidak ada yang lebih kecil dari taraf signifikansi 0.05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam persamaan regresi.

4.2.1.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (*time series*). Pada penelitian ini digunakan *Durbin-Watson Statistik Test* untuk mendeteksi adanya gejala autokorelasi tersebut. Dimana setelah dilakukan analisis data, diperoleh nilai *Durbin-Watson* (DW) sebesar 2.036. Dengan menggunakan sampel penelitian sebanyak 96, maka ditemukan $du=1.78$ dan $(4-du)=2.22$. Oleh karena nilai $DW=2.036$ terletak diantara du dan $(4-du)$ yaitu 1.78 dan 2.22 ($1.78 < DW = 2.036 < 2.22$) Ghazali (2001), maka hal ini menunjukkan model regresi dalam penelitian ini, tidak mengindikasikan adanya autokorelasi. Berikut digambarkan letak nilai DW seperti yang disampaikan pada penjelasan diatas:

Gambar 4.4
Hasil test statistik *Durbin-Watson*



Sumber : data sekunder, diolah

4.2.2 Pengujian Hipotesis

Dari uji asumsi klasik dapat disimpulkan bahwa data yang ada terdistribusi secara normal, tidak terdapat multiokolinearitas, independen autokorelasi dan independen heteroskedastisitas sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi linier berganda dengan baik.

Dalam melakukan pengujian hipotesis ke-1 sampai ke-6, digunakan pengujian statistik secara parsial yaitu dengan uji-t, dengan tujuan untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel independen secara individual. Sedangkan untuk pengujian hipotesis ke-7 ini, digunakan pengujian statistik secara simultan yaitu uji-F, untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel independen secara bersama-sama. Adapun hasil dari analisis regresi linier berganda yang dilakukan adalah sebagai berikut:

Tabel 4.6
Hasil Analisis regresi linier berganda

| Variabel Independen | Koefisien Regresi | Standardized Beta | Signifikansi |
|---------------------|-------------------|-------------------|--------------|
| Konstanta | -0.2950 | | 0.1180 |
| Cash | 0.0143 | 0.2460 | 0.0070 |
| Debt | -0.0327 | -0.2360 | 0.0200 |
| Insider | -0.3930 | -0.1430 | 0.1130 |
| Growth | -0.1620 | -0.2540 | 0.0050 |
| Size | 0.0401 | 0.2490 | 0.0070 |
| Profit | 0.8460 | 0.3520 | 0.0010 |

Variabel dependen: *Dividend Payout Ratio*

*Signifikan pada tingkat kepercayaan 5%

*F = 7.195; nilai signifikansi = 0.000

R Square = 0.327

Sumber : data sekunder, diolah.

Dari tabel 4.7 tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi linear sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0.2460 \text{ CASH} - 0.2360 \text{ DEBT} - 0.1430 \text{ INSIDER} - 0.2540 \text{ GROWTH} + 0.2490 \text{ SIZE} + 0.3520 \text{ PROFIT}$$

Dari tabel 4.7 diatas dapat dilihat bahwa variabel *cash*, *debt*, *growth*, *size* dan *profit* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* , hanya variabel *insider ownership* yang tidak berpengaruh signifikan. Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee bahwa tidak semua variabel independen berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, tetapi pengaruh variabel *insider* harus selalu negatif terhadap *dividend payout ratio*.

4.2.2.1 Pengujian Hipotesis Pertama

Dari tabel 4.7 di atas dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji-t) terhadap variabel *CASH* menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α)= 0.05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi linier berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel *CASH* sebesar 0.0070 signifikan pada tingkat kepercayaan 5% sedangkan besarnya koefisien regresi variabel *CASH* adalah sebesar 0.2460. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *CASH* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, diterima. Hasil pengujian statistik (uji-t) ini sesuai dengan teori yang diajukan oleh Rozeff (1982), Jensen (1986), Stanley dan Geoffrey (1987) dan Sutrisno (1992) serta sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

4.2.2.2 Pengujian Hipotesis kedua

Dari tabel 4.7 di atas dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji-t) terhadap variabel *DEBT* menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α)= 0.05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi linier berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel *DEBT* sebesar 0.0200 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5% sedangkan besarnya koefisien regresi variabel *DEBT* adalah sebesar -0.2360. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *DEBT* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, diterima. Hasil pengujian statistik (uji-t) ini sesuai dengan teori yang diajukan oleh Jensen *et al.* (1992) dan Sutrisno (1992) serta sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

4.2.2.3 Pengujian Hipotesis Ketiga

Dari tabel 4.7 di atas dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji-t) terhadap variabel *INSIDER* menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada derajat signifikansi (α)= 0.05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi linier berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel *INSIDER* sebesar 0.1130 yang berarti tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 5% sedangkan besarnya koefisien regresi variabel *INSIDER* adalah -0.1430. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *INSIDER* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, ditolak.

Tingkat kepemilikan *insider* yang kecil dan jarang ditemukan pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian merupakan salah satu penyebab tingkat signifikansi pada variabel *insider ownership* tidak berpengaruh (tidak signifikan). Dari penelitian ini diperoleh data tingkat kepemilikan *insider* pada perusahaan manufaktur sebagai berikut;

- tidak memiliki proporsi kepemilikan *insider* atau *insider ownership* sebesar 0% adalah sebanyak 15 perusahaan dengan prosentase sebesar 47%,
- memiliki proporsi kepemilikan *insider* antara 1% sampai 20% adalah sebanyak 14 dengan prosentase sebesar 44%,
- perusahaan yang memiliki *insider ownership* antara 21% dan 30% adalah sebanyak 2 perusahaan dengan prosentase sebesar 6% , dan
- perusahaan yang memiliki proporsi *insider ownership* diatas 30% hanya 1 perusahaan dengan prosentase sebesar 3%.

Dari data di atas dapat disimpulkan bahwa besarnya proporsi kepemilikan *insider ownership* tidak berpengaruh pada besarnya pembayaran dividen. Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan Farinha (2002), yang menyatakan bahwa kepemilikan *insider* dibawah 30% yang tidak dimasukkan di dalam data penelitian memungkinkan tingkat signifikansi variabel *insider ownership* menjadi kurang berpengaruh.

Hasil pengujian statistik (uji-t) ini juga sesuai dengan teori yang diajukan oleh Chang dan Rhee (1990) tetapi tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

Chang dan Rhee menyebutkan bahwa *Estimation coefficient* tidak selalu signifikan tetapi selalu negatif.

4.2.2.4 Pengujian Hipotesis Keempat

Dari tabel 4.7 di atas dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji-t) terhadap variabel *GROWTH* menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α)= 0.05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi linier berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel *GROWTH* sebesar 0.0050 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5% dan besarnya koefisien regresi variabel *GROWTH* adalah sebesar -0.2540. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *GROWTH* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, diterima. Hasil pengujian statistik (uji-t) ini sesuai dengan teori yang diajukan oleh Chang dan Rhee (1990) serta sesuai dengan hipotesis yang diajukan

4.2.2.5 Pengujian Hipotesis Kelima

Dari tabel 4.7 di atas dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji-t) terhadap variabel *SIZE* menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α)= 0.05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi linier berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel *SIZE* sebesar 0.0070 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5% sedangkan besarnya koefisien regresi variabel *SIZE* adalah sebesar 0.2490. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan

bahwa *SIZE* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, diterima. Hasil pengujian statistik (uji-t) ini sesuai dengan teori yang diajukan oleh Homafair (1994) dan Moh'd *et al.* (1998) serta sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

4.2.2.6 Pengujian Hipotesis Keenam

Dari tabel 4.7 di atas dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji-t) terhadap variabel *PROFIT* menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α)= 0.05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi linier berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel *PROFIT* sebesar 0.0010 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5% sedangkan besarnya koefisien regresi variabel *PROFIT* yang besarnya 0.3520. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *PROFIT* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, diterima. Hasil pengujian statistik (uji-t) ini sesuai dengan teori yang diajukan oleh Chang dan Rhee (1990) serta sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

4.2.2.7 Pengujian Hipotesis Ketujuh

Adapun hasil dari pengujian statistik yaitu uji-F yang dilakukan adalah nilai F sebesar dan nilai signifikansi sebesar 0.000. Hal ini berarti bahwa persamaan regresi pada penelitian ini adalah signifikan, artinya variabel-variabel independen merupakan faktor penjelas nyata bagi variasi dalam variabel dependen, karena nilai F

sebesar 7.195 dan nilai sig.= 0.000 yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Dari hasil perhitungan dapat dilihat bahwa kemampuan persamaan regresi linier berganda untuk menjelaskan tingkat penjelasan model terhadap variabel dependen adalah sebesar 32.70%, sementara 67.30% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini. Hal ini dimungkinkan karena sampel yang diteliti relatif kecil dan hanya berfokus pada industri manufaktur saja. Untuk mencapai tingkat R^2 yang tinggi maka diharapkan pada penelitian berikutnya sebaiknya menggunakan sampel yang lebih banyak (tidak hanya dari sektor manufaktur) dan dalam waktu yang lebih lama (lebih dari tiga tahun).

Pengujian statistik (uji-F) ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyebutkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen.

4.2.2.8 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian

Dari ketujuh hipotesis yang telah disebutkan di atas, pada tabel 4.8 di bawah ini disajikan ringkasan hasil hipotesis penelitian sebagai berikut:

Tabel 4.7
Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian

| HIPOTESIS | Bunyi Hipotesis | Hasil Pengujian |
|------------------|---|------------------------|
| 1 | Terdapat pengaruh yang signifikan antara CASH terhadap Dividend Payout Ratio | Signifikan |
| 2 | Terdapat pengaruh yang signifikan antara DEBT terhadap Dividend Payout Ratio | Signifikan |
| 3 | Terdapat pengaruh yang signifikan antara INSIDER terhadap Dividend Payout Ratio | Tidak Signifikan |
| 4 | Terdapat pengaruh yang signifikan antara GROWTH terhadap Dividend Payout Ratio | Signifikan |
| 5 | Terdapat pengaruh yang signifikan antara SIZE terhadap Dividend Payout Ratio | Signifikan |
| 6 | Terdapat pengaruh yang signifikan antara PROFIT terhadap Dividend Payout Ratio | Signifikan |
| 7 | Terdapat pengaruh yang signifikan antara Variabel Independen terhadap Variabel Dependen | Signifikan |

Sumber : data sekunder, diolah.

4.3 Pembahasan

Dari uraian hipotesis dan hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda di atas maka dapat disimpulkan terdapat pengaruh positif yang signifikan antara posisi kas, ukuran perusahaan dan tingkat keuntungan terhadap rasio pembayaran dividen. Sehingga semakin kuat posisi kas perusahaan, berarti semakin besar kemampuan untuk membayar dividen. Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang sahamnya. Dividen adalah merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karenanya dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi

keuntungan yang lebih besar sebagai *dividend*. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Variabel *debt* dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan pada rasio pembayaran dividen. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya. Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk *dividend* yang akan diterima, karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen. Di lain pihak perusahaan akan membayar dividennya jika hanya tidak memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan atau tingkat pertumbuhan yang diharapkan. Variabel *insider ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen tetapi selalu mempunyai hubungan yang negatif.

Tingkat kepemilikan *insider* yang kecil dan jarang ditemukan pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian merupakan salah satu penyebab tingkat signifikansi pada variabel *insider ownership* tidak berpengaruh (tidak signifikan). Menurut Farinha (2002), kepemilikan *insider* dibawah 30% yang tidak dimasukkan di dalam data penelitian memungkinkan tingkat signifikansi variabel *insider ownership* menjadi kurang berpengaruh.

Dari hasil perhitungan dapat dilihat pula bahwa kemampuan persamaan regresi linier berganda untuk menjelaskan tingkat penjelasan model terhadap variabel dependen adalah sebesar 32.70%, sementara 67.30% dijelaskan oleh variabel lain

yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini. Hal ini dimungkinkan karena sampel yang diteliti relatif kecil dan hanya berfokus pada industri manufaktur saja. Untuk mencapai tingkat R^2 yang tinggi maka diharapkan pada penelitian berikutnya sebaiknya menggunakan sampel yang lebih banyak (tidak hanya dari sektor manufaktur) dan dalam waktu yang lebih lama (lebih dari tiga tahun).

ISI-PASTAK-UNIND

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan pada bab IV, dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. Data yang dipergunakan dalam penelitian ini terdistribusi normal, tidak terdapat multikolinearitas bebas autokorelasi dan independen heteroskedastisitas.
2. Hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis regresi linier berganda dengan variabel yang terdiri dari *cash*, *debt*, *insider ownership*, *growth*, *size* dan *profit* menunjukkan bahwa:
 - a. **Hipotesis Pertama** yang menyatakan bahwa *CASH* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, dapat diterima. Hal ini berarti bahwa *cash* berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio* perusahaan manufaktur.
 - b. **Pengujian Hipotesis kedua** yang menyatakan bahwa *DEBT* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, dapat diterima. Hal ini berarti bahwa *debt* berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio* perusahaan manufaktur.
 - c. **Pengujian Hipotesis Ketiga** yang menyatakan bahwa *INSIDER* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*,

ditolak. Hal ini berarti bahwa *insider ownership* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio* perusahaan manufaktur.

- d. **Pengujian Hipotesis Keempat** yang menyatakan bahwa *GROWTH* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, diterima. Hal ini berarti bahwa *growth* berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio* perusahaan manufaktur.
- e. **Pengujian Hipotesis Kelima** yang menyatakan bahwa *SIZE* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, diterima. Hal ini berarti bahwa *size* berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio* perusahaan manufaktur
- f. **Pengujian Hipotesis Keenam** yang menyatakan bahwa *PROFIT* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, diterima. Hal ini berarti bahwa *profit* berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio* perusahaan manufaktur.
- g. **Pengujian Hipotesis Ketujuh** yang menyebutkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen dapat diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen.

5.2 Implikasi Kebijakan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *cash*, *debt*, *insider ownership*, *growth*, *size* dan *profit* secara signifikan berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* perusahaan manufaktur dan dapat dinyatakan sebagai variabel strategik yang memungkinkan untuk dikendalikan serta dapat dijadikan bahan pertimbangan kebijakan manajemen perusahaan di dalam mempertahankan dan meningkatkan nilai perusahaan. Selain hal tersebut di atas, ada beberapa hal yang perlu diperhatikan agar tujuan tersebut tercapai, yaitu:

1. Kebijakan Dividen Perusahaan

Kebijakan dividen penting tidak hanya karena jumlah uang yang akan dibagikan, atau meneruskan kebijakan manajemen yang ada, tetapi lebih disebabkan faktor finansial dan keputusan investasi yang digunakan perusahaan. Manajemen dan direksi harus mengambil keputusan atas besarnya dividen dan kebijakan pembayaran dividen yang akan dijalankan, investasi dan pertumbuhan yang diharapkan.

2. Dari penelitian ini didapat tingkat *dividend payout ratio* yang berbeda-beda.

Dengan bervariasinya *dividend payout ratio* tersebut maka, jika investor mengharapkan dividen sebagai return dari investasi yang dilakukan perlu menganalisis variabel *cash position*, *debt*, *growth*, *firm size* dan *profit*, karena variabel ini terbukti secara signifikan berpengaruh kepada *dividend payout ratio*.

3. Jika investor ingin mendapatkan keuntungan berdasarkan perubahan harga saham dengan melihat *dividend payout ratio* sebagai preferen dalam menentukan investasi karena diaanggap bahwa dividen mempunyai pengaruh yang kuat terhadap harga saham, maka investor perlu memperhatikan *profit* , *cash position* dan *growth*, karena faktor-faktor tersebut dalam penelitian ini terbukti yang paling dominan mempengaruhi *dividend payout ratio*.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Adapun keterbatasan – keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Pada penelitian ini hanya menggunakan periode penelitian yang relatif pendek yaitu tahun 1998 – 2000.
2. Jumlah sampel yang diperoleh sangat terbatas mengingat pada tahun 1998 terjadi krisis ekonomi yang berdampak luas bagi perekonomian dan pasar modal di Indonesia. Sampai tahun 2000 kondisi ini juga belum pulih total sehingga jumlah perusahaan yang membagikan dividen dan yang memenuhi kriteria untuk dijadikan sebagai sampel dalam penelitian ini sangat terbatas pula.

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Adapun agenda penelitian yang akan datang berdasarkan hasil penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk penelitian lebih lanjut, disarankan untuk melakukan penelitian yang berfokus pada perusahaan selain sektor industri manufaktur. Sehingga diharapkan dapat menghasilkan kesimpulan hasil penelitian yang berbeda yang dapat digunakan sebagai pertimbangan investor dalam melakukan suatu investasi di luar industri manufaktur.
2. Penggunaan kombinasi variabel pada penelitian yang akan datang diharapkan tidak hanya menyangkut masalah kebijakan intern perusahaan saja tetapi meliputi pula faktor-faktor kebijakan pemerintah yang berkaitan dengan pasar modal dan moneter yang dapat mempengaruhi keinginan investor untuk memilih mana yang lebih menguntungkan menginvestasikan dananya di pasar modal atau mendepositokannya di bank. Karena minat investor pada saham perusahaan tertentu maka akan mempengaruhi kinerja perusahaan dan pada gilirannya berdampak pada besarnya dividen dan kemampuan perusahaan dalam membayar dividennya.

DAFTAR PUSTAKA

- Allen F. and Michael, R., *Payout Policy*, Financial Institution Center, 2001.
- Ang, Robbert, *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Edisi 1, Mediasoft Indonesia, 1997.
- Atul K. Saxena, *Determinant of Dividend Payout Policy: Regulated Versus Unregulated Firms*, The Journal of Finance, 1995.
- Brigham, Eugene F. and Gapenski Louise C., *Intermediate Financial Management*, 5th Edition, The Dryden Press, New York, 1996.
- Chosh, Chinmoy, dan Woolridge, J Randall, *An Analysis of Shareholders Reaction to Dividend Cuts and Omission*, The Journal of Finance Research, 1988.
- Crutchley, C, and Hansen, R, *A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends*, Financial Management, Winter (1989), 36-46
- Demsetz, H, and K Lehn, *The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences*, Journal Political Economy, 93 (1985), 1155-1177.
- Farinha, Jorge, *Dividend Policy, Coporate Governance and The Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis*, Journal of Financial Research, 2002.
- Friend I, and L. H. P. Lang, *An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure*, Journal of Finance, 43 (1988), 271-281.
- Firth , Michael, *Dividendd Changes, Abnormal Return, and Intra-Industry Firm Valuations*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996.
- Ghozali, Imam, *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Badan Penerbit UNDIP, Semarang, 2001.
- H., M., Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE, Yogyakarta, 1998.

- Husan, Suad , *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta, 1996.
- Jensen, M., and W. Meckling, *Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, (1976), 305-360.
- Jensen, Solberg and Zorn, *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend policies*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol 27, No.2 (1992), 247-263
- Mollah, A., Sobur and Keasen, K, *The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from The Dhaka Stock Exchange*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2000.
- Nugrahaini, Fusia., *Analisis Hubungan Antara Kebijakan Insider Ownership, Kebijakan Debt, dan Kebijakan Dividend Secara Simultan (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan di BEJ Tahun 1997-1999)*,” Tesis, Program Pascasarjana Universitas Diponegoro, 2002.
- Pettit, R, Richarson, 1972, *Dividend Announcement, Security Performance, and Capital Market Efficiency*, The Journal of Finance, 1972, Vol. XXVII, No.5.
- Romon, Frederic, *Contribution of Dividend Policy Stability to the Mesuarement of Dividend Announcement and Ex-dividend Effects on the French Market*, The Journal of Finance, 1998.
- Robert, D., Arnott, *Does Dividend Policy Foretell Earnings Growth?*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2001.
- Rozeff, M., *Beta and Agency Cost as Determinants of Payout Ratio*, Journal of Financial Research, Fall 1982, 249-259.
- Setyawan, Widyantoro., *Analisis Beberapa Faktor yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividend Pada Badan Usaha Milik Negara Bentuk Persero*,” Tesis, Program Pascasarjana Universitas Gadjah Mada, 1995.
- Sutrisno, *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividend payout ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia*, FE-Unibraw, Malang, 1999.
- Van Horn, James C., *Financial Management and Policy*, Eighth Edition, Prentice-Hall International Inc, 1991.